

2023. 7. 18



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 28,000 원

현재주가 (7.18) 20,200 원

상승여력 38.6%

KOSPI 2,607.62pt

시가총액 129,677억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 46.09%

외국인비중 14.76%

52주 최고/최저가 22,450원/16,650원

평균거래대금 269.8억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

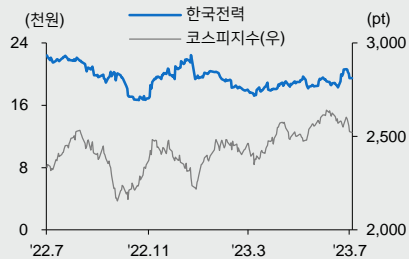
국민연금공단 6.59

주가상승률(%)

1개월 7.3 6개월 0.2 12개월 -6.9

절대주가 8.0 상대주가 -9.0 -15.2

주가그래프



한국전력 015760

2Q23 Preview: 서서히 달라지는 시선

- ✓ 2Q23 연결 영업적자는 -1.65조원을 기록하며 컨센서스(-2.25조원)를 상회할 전망
- ✓ SMP하락으로 인한 원가 절감 기대보다 강하나, 원전이용률 하락 등이 개선폭 제한
- ✓ 계절적 성수기인 3Q23 흑전 가능성 매우 높음. 폭염은 ASP에 긍정적 효과
- ✓ 2024년 컨센 올해 3.9조원 상승했으나, 가격 인상과 원가 하락 감안 시 아직 부족
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원, 유틸리티 업종 내 최선호주 의견을 유지

2분기 적자 폭 대폭 축소, 3분기부터 흑자 전환

2Q23 연결 영업적자는 -1.65조원(적축 YoY)을 기록하며 컨센서스(-2.25조원)를 상회할 전망이다. 상회 원인은 SMP하락으로 인한 원가 절감 효과가 시장의 예상 대비 강하기 때문이다. 다만 1)고리 3호기의 재가동이 안전 문제로 연기되는 등 원전이용률이 하락한 점, 2)전력통계 속보에 따르면 판매량 대비 발전량 비율이 1Q23 대비 늘어날 것으로 예상되는 점(계통 손실 등)이 개선 폭을 다소 제한했다. 계절적 성수기인 3Q23에는 흑전 가능성이 매우 높다. 평년 대비 높은 기온으로 전력 판매량이 늘어날 경우 ASP 상승 효과로 예상보다 호실적을 기대할 수 있다.

원자재 가격 안정화가 가져다 준 가시성, 향후 컨센서스 상향이 기대

2023년, 2024년 영업이익 컨센서스 상향이 주가 상승의 키가 될 수 있다. 2022년 말 기준 2024년 영업이익 컨센서스는 1.06조원이었는데, 7월 현재 4.96조원으로 +3.9조원 상승하는 데 그쳤다. 그동안 총 +21원/kWh의 요금 인상이 결정되었고(1원 당 5,500억원 영업이익 개선 효과), 석탄, 천연가스 가격이 하락한 점을 감안하면 추후 상향 여력이 많이 남아있다. 4월 이후 원자재 가격이 안정화되면서 상향 조정의 기반이 마련되었다고 본다.

조금만 기다리면 이익으로 설명되는 종목이 될 것

투자의견 Buy, 적정주가 28,000원, 유틸리티 업종 내 최선호주 의견을 유지한다. 연중 요금 인상, 인하는 없겠지만, 지금부터는 실적 개선이 주가 상승을 견인할 전망이다. 2021년~2023년 상반기는 이익으로 기업 가치 설명이 불가능한 구간이었으나, 흑자 구간인 2023년 하반기부터는 실적과의 상관관계를 회복할 것이다.

(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	88,063.6	-4,569.8	-5,173.7	-8,059	적지	54,979	-2.5	0.4	15.4	-13.6	527.6
2024E	91,232.6	8,061.2	3,599.8	5,608	흑전	60,587	3.6	0.3	6.0	9.7	466.3
2025E	89,862.0	6,536.8	3,076.7	4,793	-14.5	65,379	4.2	0.3	6.3	7.6	434.0

표1 한국전력 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	19,795.5	15,528.0	27.5	21,594.0	-8.3	19,873.0	-0.4
영업이익	-1,654.6	-6,516.3	적축	-6,177.6	적축	-2,254.3	N/A
세전이익	-2,852.7	-6,812.0	적축	-6,854.8	적축	-3,278.9	N/A
지배순이익	-2,047.5	-4,837.2	적축	-4,946.5	적축	-2,141.0	N/A

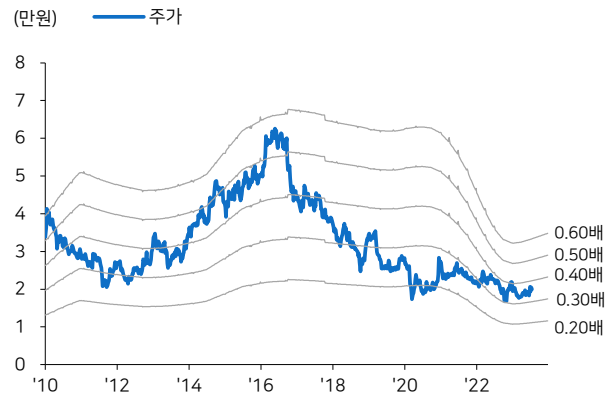
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	88,399.8	91,583.2	88,063.6	91,232.6	-0.4%	-0.4%
영업이익	-2,972.9	8,028.9	-4,569.8	8,061.2	적축	0.4%
영업이익률	-3.4%	8.8%	-5.2%	8.8%	-1.8%p	0.1%p
당기순이익	-4,116.7	3,869.4	-5,140.8	3,636.2	적축	-6.0%

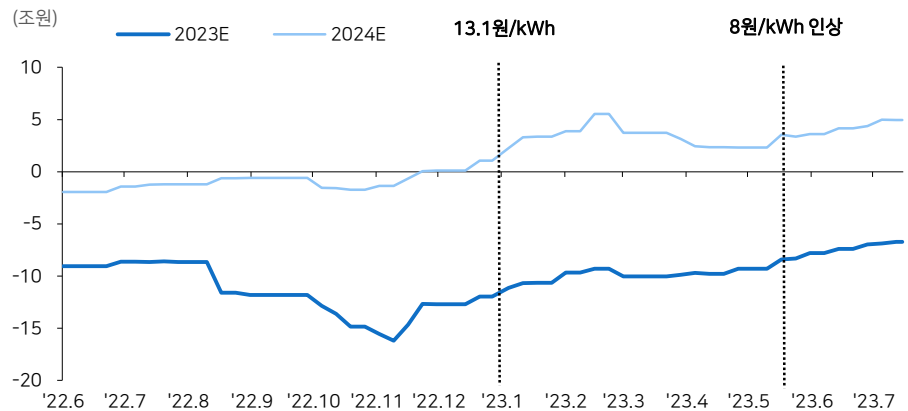
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 12개월 선행 PBR



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국전력 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.3	77.8	80.0	83.0	69.3	96.4	80.3	83.3
원/달러 환율	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,362.3	1,274.6	1,315.0	1,277.0	1,260.0	1,144.0	1,291.5	1,281.6	1,236.3
SMP(원/kWh)	181.5	157.4	194.3	253.8	236.8	151.9	150.1	140.0	93.9	196.8	169.7	141.3
석탄 발전단가(원/kWh)	90.2	113.1	122.5	126.2	109.1	100.0	90.0	80.0	62.2	113.0	94.8	80.0
LNG 발전단가(원/kWh)	228.1	189.0	245.3	310.0	301.3	186.9	170.1	160.0	114.6	243.1	204.6	171.3
원전이용률(%)	87.5	84.1	89.1	83.3	85.0	81.0	87.0	87.0	77.6	86.0	85.0	84.0
석탄이용률(%)	58.7	51.6	64.9	55.1	54.8	52.0	65.0	55.0	59.9	57.6	56.7	56.7
전력 판매단가(원/kWh)	110.4	110.4	127.6	133.6	146.5	144.8	160.9	154.7	108.0	120.5	151.7	155.7
실적 전망												
연결 매출	16,464.1	15,528.0	19,773.0	19,492.8	21,594.0	19,795.5	24,486.3	22,187.8	60,673.6	71,257.9	88,063.6	91,232.6
매출액 증가율(% YoY)	9.2	14.9	20.1	24.8	31.2	27.5	23.8	13.8	3.6	17.4	23.6	3.6
매출원가	23,602.8	21,275.0	26,602.0	29,423.7	27,080.0	20,683.4	21,254.5	20,496.8	63,644.3	100,903.6	89,514.6	79,954.1
연료비	7,648.4	7,079.9	9,605.2	10,335.5	9,083.0	6,970.4	7,549.6	6,342.1	19,407.6	34,669.0	29,945.2	26,097.3
구입전력비	10,582.7	8,414.2	11,079.7	11,840.5	12,170.9	7,667.7	7,622.2	6,735.2	21,632.1	41,917.1	34,195.9	28,147.8
감가상각비	3,050.9	3,042.6	3,082.6	2,955.0	3,165.1	3,209.2	3,196.9	3,197.1	11,631.6	12,131.1	12,768.4	12,768.7
인건비	1,301.9	1,319.5	1,363.0	1,399.1	1,317.3	1,332.6	1,376.7	1,413.1	5,343.2	5,383.5	5,439.8	5,548.6
수선비 및 기타	1,018.9	1,418.9	1,471.5	2,893.6	1,343.7	1,503.3	1,509.1	2,809.3	5,629.8	6,802.9	7,165.3	7,391.7
매출총이익	-7,138.8	-5,747.0	-6,829.1	-9,930.9	-5,486.0	-887.8	3,231.8	1,691.0	-2,970.7	-29,645.7	-1,451.0	11,278.5
매출총이익률(%)	-43.4	-37.0	-34.5	-50.9	-25.4	-4.5	13.2	7.6	-4.9	-41.6	-1.6	12.4
판관비	648.2	769.4	701.9	890.0	691.6	766.8	752.1	908.3	2,875.8	3,009.4	3,118.8	3,217.3
판관비율(%)	3.9	5.0	3.5	4.6	3.2	3.9	3.1	4.1	4.7	4.2	3.5	3.5
영업이익	-7,786.9	-6,516.3	-7,530.9	-10,820.9	-6,177.6	-1,654.6	2,479.6	782.7	-5,846.5	-32,655.2	-4,569.8	8,061.2
영업이익 성장률(%YoY)	적전	적확	적확	적확	적축	적축	흑전	흑전	적전	적확	적축	흑전
영업이익률(%)	-47.3	-42.0	-38.1	-55.5	-28.6	-8.4	10.1	3.5	-9.6	-45.8	-5.2	8.8
금융손익	-641.9	-687.4	-942.2	-642.0	-1,000.6	-872.8	-1,017.2	-1,027.6	-1,843.2	-2,913.5	-3,918.2	-4,056.0
기타손익	16.2	117.3	5.5	275.6	81.9	-527.6	599.6	272.8	123.5	414.6	426.7	217.2
종속,관계기업 관련 손익	307.3	274.4	344.2	384.4	241.4	202.4	220.5	225.7	494.6	1,310.4	889.9	793.0
세전이익	-8,105.3	-6,812.0	-8,123.4	-10,803.0	-6,854.8	-2,852.7	2,282.5	253.6	-7,071.6	-33,843.6	-7,171.4	5,015.4
연결 당기순이익	-5,925.9	-4,835.8	-5,884.2	-7,783.2	-4,911.2	-2,068.2	1,654.8	183.9	-5,215.6	-24,429.1	-5,140.8	3,636.2
당기순이익률(%)	-36.0	-31.1	-29.8	-39.9	-22.7	-10.4	6.8	0.8	-8.6	-34.3	-5.8	4.0
순이익 성장률(% YoY)	적전	적확	적확	적확	적축	적축	흑전	흑전	적전	적확	적축	흑전
지배주주 순이익	-5,952.9	-4,837.2	-5,905.4	-7,771.4	-4,946.5	-2,047.5	1,638.3	182.0	-5,304.5	-24,466.9	-5,173.7	3,599.8

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	60,673.6	71,257.9	88,063.6	91,232.6	89,862.0
매출액증가율 (%)	3.6	17.4	23.6	3.6	-1.5
매출원가	63,644.3	100,903.6	89,514.7	79,954.1	79,998.7
매출총이익	-2,970.7	-29,645.7	-1,451.1	11,278.5	9,863.3
판매관리비	2,875.8	3,009.4	3,118.8	3,217.3	3,326.5
영업이익	-5,846.5	-32,655.2	-4,569.8	8,061.2	6,536.8
영업이익률	-9.6	-45.8	-5.2	8.8	7.3
금융손익	-1,843.2	-2,913.5	-3,918.2	-4,056.0	-3,087.6
중속/관계기업손익	494.6	1,310.4	889.9	793.0	818.2
기타영업외손익	123.5	414.6	426.7	217.2	19.3
세전계속사업이익	-7,071.6	-33,843.6	-7,171.4	5,015.4	4,286.6
법인세비용	-1,856.0	-9,414.5	-2,030.7	1,379.2	1,178.8
당기순이익	-5,215.6	-24,429.1	-5,140.8	3,636.2	3,107.8
지배주주지분 손이익	-5,304.5	-24,466.9	-5,173.7	3,599.8	3,076.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,050.9	29,750.6	22,210.9	20,506.0	24,502.7
현금및현금성자산	2,635.2	3,234.8	1,539.0	1,243.5	3,629.4
매출채권	7,539.9	9,504.1	7,378.4	7,495.2	7,395.9
재고자산	7,608.2	9,930.7	8,569.5	8,705.1	8,589.8
비유동자산	189,072.9	205,054.5	208,378.3	208,152.1	207,707.3
유형자산	173,134.6	177,865.3	177,689.5	177,233.4	176,937.2
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,118.5	1,145.0	1,169.3
투자자산	10,381.2	12,328.9	13,881.1	14,084.6	13,911.6
자산총계	211,123.7	234,805.0	230,589.1	228,658.1	232,210.0
유동부채	31,732.2	44,518.6	40,647.0	41,994.0	44,720.8
매입채무	4,780.3	7,529.9	6,964.3	7,074.6	6,980.9
단기차입금	2,820.6	8,820.4	5,621.5	6,621.5	6,621.5
유동성장기부채	11,109.3	13,838.6	13,114.5	13,114.5	16,136.2
비유동부채	114,064.8	148,286.2	153,201.4	146,287.2	144,004.5
사채	64,221.2	94,969.1	95,192.6	87,410.6	85,375.6
장기차입금	2,278.5	2,977.3	3,101.3	3,227.2	3,358.2
부채총계	145,797.0	192,804.7	193,848.4	188,281.2	188,725.3
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	570.9	570.9	570.9
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	16,106.7	19,706.5	22,783.2
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,446.1	1,482.4	1,513.5
자본총계	65,326.7	42,000.3	36,740.7	40,376.9	43,484.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	4,491.4	-23,477.5	13,558.0	17,338.8	15,851.7
당기순이익(손실)	-5,215.6	-24,429.1	-5,140.8	3,636.2	3,107.8
유형자산상각비	11,776.3	12,305.3	13,004.5	13,025.6	12,991.3
무형자산상각비	166.2	156.2	162.1	164.9	169.0
운전자본의 증감	-2,312.7	-3,512.6	7,596.0	786.3	-416.5
투자활동 현금흐름	-12,372.5	-14,953.8	-11,107.5	-10,990.1	-14,573.4
유형자산의증가(CAPEX)	-12,686.7	-12,346.9	-12,496.7	-12,569.5	-12,695.2
투자자산의감소(증가)	-1,738.0	-1,979.8	-1,552.3	-203.5	173.0
재무활동 현금흐름	8,435.1	38,997.9	-4,169.4	-6,644.2	1,107.7
차입금의 증감	10,307.3	40,183.2	-3,703.0	-6,644.2	1,107.7
자본의 증가	7.0	37.5	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	605.7	599.5	-1,695.8	-295.5	2,385.9
기초현금	2,029.6	2,635.2	3,234.8	1,539.0	1,243.5
기말현금	2,635.2	3,234.8	1,539.0	1,243.5	3,629.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	94,512	111,000	137,178	142,115	139,980
EPS(지배주주)	-8,263	-38,113	-8,059	5,608	4,793
CFPS	14,421	-26,867	15,949	34,320	31,987
EBITDAPS	9,496	-31,456	13,391	33,104	30,683
BPS	99,352	63,158	54,979	60,587	65,379
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.7	-0.6	-2.5	3.6	4.2
PCR	1.5	-0.8	1.3	0.6	0.6
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
EBITDA	6,096.0	-20,193.7	8,596.8	21,251.8	19,697.2
EV/EBITDA	15.8	-6.6	15.4	6.0	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-8.0	-46.9	-13.6	9.7	7.6
EBITDA 이익률	10.0	-28.3	9.8	23.3	21.9
부채비율	223.2	459.1	527.6	466.3	434.0
금융비용부담률	3.2	4.0	5.1	4.8	3.6
이자보상배율(x)	-3.1	-11.6	-1.0	1.8	2.0
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	10.4	12.3	12.1
재고자산회전율(x)	8.5	8.1	9.5	10.6	10.4

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 추천 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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

