

2023. 11. 14



▲ 유틸리티/건설

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

RA **윤동준**
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **28,000 원**

현재주가 (11.13) **17,870 원**

상승여력 **56.7%**

KOSPI	2,403.76pt
시가총액	114,719억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.18%
외국인비중	13.91%
52주 최고/최저가	22,450원/16,190원
평균거래대금	185.2억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.2	-9.3	-5.9
상대주가	4.5	-6.6	-2.8

주가그래프



한국전력 015760

3Q23 Review: 기다린 만큼 더

- ✓ 3Q23 연결 영업이익은 2.0조원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(1.56조원)를 상회
- ✓ 요금 인상 효과, 원재료가 하락, 기타 비용 감소가 종합적으로 영향
- ✓ 산업용 요금 인상 및 SMP 하락으로 4Q23에도 흑자 전망
- ✓ 손익 개선에도 재무구조 정상화 필요성은 여전. 총선 이후 주택용 요금 인상 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원을 유지

10개 분기만의 흑자전환, 기대보다 가팔랐던 턴어라운드

3Q23 연결 영업이익은 2.0조원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(1.56조원)를 상회하고 당사 추정치에 부합했다. 요금 인상 및 누진제 효과로 ASP가 +10.3% QoQ 상승한 반면, SMP와 석탄 발전단가는 각각 -3.0% QoQ, -14.1% QoQ 하락했다. 발전믹스 역시 예상 수준이었다. UAE 원전 사업에서의 기자재 원가가 감소하면서 기타 비용 항목도 줄어들었다. 별도 영업이익은 적자(-6,799억원)를 기록했는데, 7월 초부터의 정산조정계수 상승 영향으로 추정한다. 4Q23부터 정산조정계수 하락과 함께 별도 영업이익도 흑자 전환할 예정이다.

4분기에도 흑자. 긍정적인 시각 유지하는 이유

4Q23 연결 영업이익은 1.56조원(흑전 YoY)을 예상한다. 믹스는 크게 바뀌지 않으나 스프레드가 개선 중이다. 누진제 효과는 사라지지만 산업용 요금 인상(11월)으로 ASP는 -1.8% QoQ 하락하는 데 그치는 반면, SMP는 11월 들어 130원/kWh를 하회하는 등 -8.5% QoQ 하락할 전망이다. 2024년 영업이익은 8.4조원, 순이익은 3.3조원을 예상한다. 물론 원자재 가격에 따라 전망치는 바뀔 수 있으나, 2024년 상반기 두바이유가 110달러 이상으로 상승하지 않는 이상 적자(순이익 기준)는 아니다.

기다린 만큼 더: 재무구조 정상화 위해 여전히 주택용 요금 인상 필요

투자의견 Buy, 적정주가 28,000원을 유지한다. 이제 2023년 말 기준 한전채 발행 한도는 문제가 되지 않는다. 그러나 2021년~1H23 -36.5조원의 순적자로 망가진 재무구조를 해결하기 위해 갈 길이 멀다. 이자가 쌓여갈수록 결국 필요한 인상 폭은 커진다. 총선 이후 주택용 요금 인상과 조속한 정상화를 기대한다.

(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	88,262.8	-4,888.8	-5,581.2	-8,694	적지	54,507	-2.1	0.3	16.3	-14.8	543.1
2024E	93,821.4	8,411.2	3,317.2	5,167	흑전	59,674	3.5	0.3	6.0	9.1	495.5
2025E	95,262.2	9,905.2	4,603.0	7,170	38.8	66,844	2.5	0.3	5.5	11.3	450.9

표1 한국전력 3Q23 실적 Review

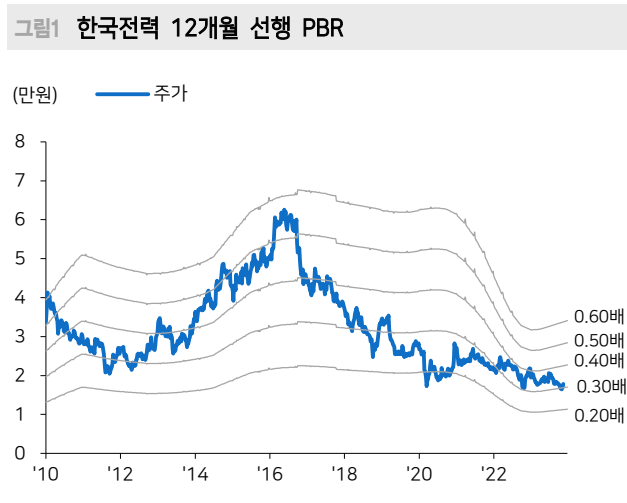
(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	24,470.0	19,773.0	23.8	19,622.5	24.7	23,709.4	3.2	24,486.3	-0.1
영업이익	1,996.6	-7,530.9	흑전	-2,272.4	흑전	1,556.1	28.3	2,124.3	-6.0
세전이익	1,247.3	-8,123.4	흑전	-2,955.1	흑전	787.9	58.3	1,286.0	-3.0
순이익	794.0	-5,905.4	흑전	-1,902.8	흑전	585.4	35.6	923.1	-14.0

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	87,890.6	91,030.4	88,262.8	93,821.4	0.4%	3.1%
영업이익	-5,599.5	4,969.3	-4,888.8	8,411.2	적축	69.3%
영업이익률	-6.4%	5.5%	-5.5%	9.0%	0.8%p	3.5%p
당기순이익	-6,008.7	1,152.4	-5,503.4	3,350.7	적축	190.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	80.3	77.8	86.6	86.0	86.0	86.5	87.7	86.0	69.3	96.4	82.7	86.6
원/달러 환율	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,320.0	1,320.0	1,280.0	1,300.0	1,310.0	1,144.0	1,291.5	1,305.2	1,302.5
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	134.8	162.0	152.3	151.1	152.1	93.9	196.8	167.7	154.4
석탄 발전단가(원/kWh)	109.1	98.7	84.8	75.0	80.0	75.0	75.0	75.0	62.2	113.0	91.9	76.3
LNG 발전단가(원/kWh)	301.3	195.5	183.2	169.8	202.0	192.3	191.1	192.1	114.6	243.1	212.5	194.4
원전이용률(%)	85.0	79.8	85.8	87.0	84.0	84.0	84.0	84.0	77.6	86.0	84.4	84.0
석탄이용률(%)	54.8	47.2	58.8	55.0	54.8	47.2	58.8	55.0	59.9	57.6	54.0	54.0
전력 판매단가(원/kWh)	146.5	145.5	160.5	157.6	160.5	155.8	166.3	160.9	108.0	120.5	152.5	160.9
실적 전망												
연결 매출	21,594.0	19,622.5	24,470.0	22,576.3	23,925.2	21,115.9	25,536.3	23,244.0	60,673.6	71,257.9	88,262.8	93,821.4
매출액 증가율(% YoY)	31.2	26.4	23.8	15.8	10.8	7.6	4.4	3.0	3.6	17.4	23.9	6.3
매출원가	27,080.0	21,169.1	21,721.3	20,103.5	21,917.3	18,800.7	20,860.3	20,636.1	63,644.3	100,903.6	90,073.8	82,214.4
연료비	9,083.0	6,048.8	6,541.8	5,942.2	7,078.0	5,455.3	6,907.3	6,015.0	19,407.6	34,669.0	27,615.8	25,455.6
구입전력비	12,170.9	8,917.8	9,255.3	6,556.5	8,848.9	7,081.0	8,087.3	6,928.4	21,632.1	41,917.1	36,900.5	30,945.7
감가상각비	3,165.1	3,162.1	3,298.4	3,182.3	3,186.4	3,198.9	3,187.4	3,188.6	11,631.6	12,131.1	12,807.9	12,761.3
인건비	1,317.3	1,219.7	1,376.7	1,413.1	1,343.7	1,244.1	1,404.2	1,441.4	5,343.2	5,383.5	5,326.8	5,433.3
수선비 및 기타	1,343.7	1,820.7	1,249.1	3,009.3	1,460.4	1,821.4	1,274.1	3,062.7	5,629.8	6,802.9	7,422.7	7,618.5
매출총이익	-5,486.0	-1,546.6	2,748.7	2,472.8	2,007.9	2,315.2	4,676.0	2,607.9	-2,970.7	-29,645.7	-1,811.0	11,607.0
매출총이익률(%)	-25.4	-7.9	11.2	11.0	8.4	11.0	18.3	11.2	-4.9	-41.6	-2.1	12.4
판관비	691.6	725.8	752.1	908.3	703.4	785.0	763.4	944.1	2,875.8	3,009.4	3,077.8	3,195.8
판관비율(%)	3.2	3.7	3.1	4.0	2.9	3.7	3.0	4.1	4.7	4.2	3.5	3.4
영업이익	-6,177.6	-2,272.4	1,996.6	1,564.5	1,304.6	1,530.2	3,912.7	1,663.8	-5,846.5	-32,655.2	-4,888.8	8,411.2
영업이익 성장률(%YoY)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	96.0	6.3	적전	적확	적축	흑전
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.2	6.9	5.5	7.2	15.3	7.2	-9.6	-45.8	-5.5	9.0
금융손익	-1,000.6	-943.0	-1,020.1	-966.9	-1,189.1	-1,633.7	-930.5	-998.8	-1,843.2	-2,913.5	-3,930.6	-4,752.0
기타손익	81.9	16.3	157.3	-155.3	-283.4	764.9	-354.0	-179.4	123.5	414.6	100.2	-51.8
종속,관계기업 관련 손익	241.4	244.1	113.5	218.2	265.2	263.9	252.2	232.9	494.6	1,310.4	817.2	1,014.2
세전이익	-6,854.8	-2,955.1	1,247.3	660.6	97.4	925.4	2,880.4	718.6	-7,071.6	-33,843.6	-7,902.0	4,621.7
연결 당기순이익	-4,911.2	-1,904.4	833.3	478.9	70.6	670.9	2,088.3	521.0	-5,215.6	-24,429.1	-5,503.4	3,350.7
당기순이익률(%)	-22.7	-9.7	3.4	2.1	0.3	3.2	8.2	2.2	-8.6	-34.3	-6.2	3.6
순이익 성장률(% YoY)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	150.6	8.8	적전	적확	적축	흑전
지배주주 순이익	-4,946.5	-1,902.8	794.0	474.1	69.9	664.2	2,067.4	515.8	-5,304.5	-24,466.9	-5,581.2	3,317.2

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	60,673.6	71,257.9	88,262.8	93,821.4	95,262.2
매출액증가율(%)	3.6	17.4	23.9	6.3	1.5
매출원가	63,644.3	100,903.6	90,073.8	82,214.4	82,063.3
매출총이익	-2,970.7	-29,645.7	-1,811.0	11,607.0	13,198.9
판매관리비	2,875.8	3,009.4	3,077.8	3,195.8	3,293.7
영업이익	-5,846.5	-32,655.2	-4,888.8	8,411.2	9,905.2
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-5.5	9.0	10.4
금융손익	-1,843.2	-2,913.5	-4,047.2	-4,752.0	-4,294.4
중속/관계기업손익	494.6	1,310.4	817.2	1,014.2	959.4
기타영업외손익	123.5	414.6	216.8	-51.8	-157.2
세전계속사업이익	-7,071.6	-33,843.6	-7,902.1	4,621.7	6,413.1
법인세비용	-1,856.0	-9,414.5	-2,398.7	1,271.0	1,763.6
당기순이익	-5,215.6	-24,429.1	-5,503.4	3,350.7	4,649.5
지배주주지분 손이익	-5,304.5	-24,466.9	-5,581.2	3,317.2	4,603.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,050.9	29,750.6	23,448.5	25,425.2	32,703.5
현금및현금성자산	2,635.2	3,234.8	2,380.8	3,812.4	8,319.1
매출채권	7,539.9	9,504.1	8,910.0	9,173.5	9,324.2
재고자산	7,608.2	9,930.7	9,114.1	9,383.7	9,537.8
비유동자산	189,072.9	205,054.5	210,529.9	211,214.2	211,830.7
유형자산	173,134.6	177,865.3	179,049.5	179,314.2	179,679.7
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,146.1	1,179.0	1,209.0
투자자산	10,381.2	12,328.9	14,063.3	14,450.0	14,671.0
자산총계	211,123.7	234,805.0	233,978.4	236,639.4	244,534.3
유동부채	31,732.2	44,518.6	43,728.4	45,403.1	50,753.0
매입채무	4,780.3	7,529.9	5,514.6	5,677.7	5,771.0
단기차입금	2,820.6	8,820.4	7,311.1	8,311.1	8,311.1
유동성장기부채	11,109.3	13,838.6	13,114.5	13,114.5	20,096.9
비유동부채	114,064.8	148,286.2	153,865.0	151,500.5	149,395.9
사채	64,221.2	94,969.1	95,207.9	91,425.9	88,390.9
장기차입금	2,278.5	2,977.3	3,058.0	3,182.1	3,311.3
부채총계	145,797.0	192,804.7	197,593.3	196,903.6	200,148.9
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,074.9	2,112.3	2,128.2	2,128.2	2,128.2
기타포괄이익누계액	-57.6	497.0	632.9	632.9	632.9
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	15,725.5	19,042.7	23,645.7
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,393.8	1,427.3	1,473.8
자본총계	65,326.7	42,000.3	36,385.1	39,735.8	44,385.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	4,491.4	-23,477.5	12,080.6	17,864.9	16,666.5
당기순이익(손실)	-5,215.6	-24,429.1	-5,503.4	3,350.7	4,649.5
유형자산상각비	11,776.3	12,305.3	12,908.9	13,021.7	13,053.7
무형자산상각비	166.2	156.2	166.8	169.4	174.4
운전자본의 증감	-2,312.7	-3,512.6	7,189.2	1,342.4	-1,188.9
투자활동 현금흐름	-12,372.5	-14,953.8	-10,731.1	-13,798.1	-16,249.2
유형자산의증가(CAPEX)	-12,686.7	-12,346.9	-13,263.6	-13,286.4	-13,419.2
투자자산의감소(증가)	-1,738.0	-1,979.8	-1,735.0	-386.7	-221.1
재무활동 현금흐름	8,435.1	38,997.9	-2,223.2	-2,635.3	4,089.5
차입금의 증감	10,307.3	40,183.2	-1,522.5	-2,635.3	4,089.5
자본의 증가	7.0	37.5	15.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	605.7	599.5	-854.0	1,431.6	4,506.7
기초현금	2,029.6	2,635.2	3,234.8	2,380.8	3,812.4
기말현금	2,635.2	3,234.8	2,380.8	3,812.4	8,319.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	94,512	111,000	137,489	146,147	148,392
EPS(지배주주)	-8,263	-38,113	-8,694	5,167	7,170
CFPS	14,421	-26,867	15,646	34,980	37,455
EBITDAPS	9,496	-31,456	12,753	33,650	36,035
BPS	99,352	63,158	54,507	59,674	66,844
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.7	-0.6	-2.1	3.5	2.5
PCR	1.5	-0.8	1.1	0.5	0.5
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	6,096.0	-20,193.7	8,186.9	21,602.3	23,133.3
EV/EBITDA	15.8	-6.6	16.3	6.0	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-8.0	-46.9	-14.8	9.1	11.3
EBITDA 이익률	10.0	-28.3	9.3	23.0	24.3
부채비율	223.2	459.1	543.1	495.5	450.9
금융비용부담률	3.2	4.0	5.1	5.4	5.2
이자보상배율(x)	-3.1	-11.6	-1.1	1.7	2.0
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	9.6	10.4	10.3
재고자산회전율(x)	8.5	8.1	9.3	10.1	10.1

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

