

2024. 1. 19



▲ 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 (1.18)** **18,720 원**

**상승여력** **49.6%**

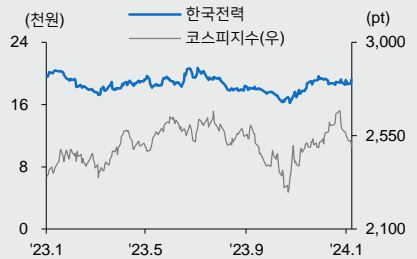
KOSPI	2,440.04pt
시가총액	120,176억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.00%
외국인비중	14.15%
52주 최고/최저가	20,700원/16,190원
평균거래대금	234.3억원

**주요주주(%)**

한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-7.3	-7.1
상대주가	3.0	-1.0	-9.8

**주가그래프**



# 한국전력 015760

## 4Q23 Preview: 관심을 불러올 수 있는 숫자

- ✓ 4Q23 연결 영업이익은 1,29조원을 기록하며 컨센서스(4,160억원)를 상회 전망
- ✓ 원가 하락과 11월 초 요금 인상 효과로 평년과 달리 감익 폭 크지 않을 것
- ✓ 4분기 실적은 2024년의 가능자. 추정치 상향 뒤따라올 전망
- ✓ 중순으로 갈수록 밸류에이션 매력과 요금 인상 기대감도 커질 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원을 유지

### 평년과 달리 QoQ 감익폭이 덜할 4분기

4Q23 연결 영업이익은 1,29조원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(4,160억원)를 상회할 전망이다. 2000년대 들어 한국전력의 4분기 영업이익은 3분기 대비 평균 약 2조원 감익했다. 계절적으로 고정비가 상승하고, 판가가 하락하기 때문이다(누진제 효과 소멸). 그러나 올 11월 초 산업용 요금 인상(ASP 약 5원/kWh 상승 효과)과 SMP, 석탄 발전 단가 하락(각각 -11.8%, -15.1% QoQ)로 인해 4Q23 감익 폭은 약 7천억원에 그칠 전망이다. 발전 자회사의 LNG 발전단가 하락폭이 SMP 하락폭 대비 덜하고, 석탄 이용률이 예상보다 크게 떨어진 점은 아쉬우나(-8.8%p QoQ), 그럼에도 불구하고 컨센서스 상회는 충분하다. 원전 복구총당금, 인건비 등 고정비 상승폭이 변수지만 자본적립금 이슈로 인해 비용 통제가 이뤄졌을 것으로 본다.

### 4분기 실적은 2024년의 가능자

4Q23 실적 발표에서 시장 기대치를 뛰어넘는 1조원 내외의 영업이익을 기록한다면 2024년 4.8조원의 영업이익 컨센서스는 상황이 불가피하다(당사는 8.2조원 전망). 총선 이전까지 요금 인상 기대감은 제한적이지만, 이익 전망치 상향은 유의미한 주가 상승 트리거가 될 수 있다. 최근 대규모 적자로 연결 자본이 36조원까지 하락했기 때문에, 순이익 전망치 1조원 상향은 BPS +2.7% 증가로 연결된다.

### Risk - Return 관점에서 흔치 않은 매력

투자의견 Buy, 적정주가 28,000원을 유지한다. 흑자 전환 이후 저베타, 방어주 역할을 충실히 수행 중이다. 올해 중순으로 갈수록 BPS 성장(2024년 +8.5%, 2025년 +12.1%)으로 인한 밸류에이션 매력, 추가 요금 인상이 기대감이 부각될 전망이다.

(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	88,055.2	-5,164.7	-5,788.5	-9,017	적지	54,616	-2.1	0.3	17.0	-15.3	553.7
2024E	93,463.3	8,242.0	3,077.8	4,794	흑전	59,410	3.9	0.3	6.1	8.4	503.2
2025E	94,899.9	9,735.9	4,723.6	7,358	53.5	66,769	2.5	0.3	5.5	11.7	438.5

**표1 한국전력 4Q23 Preview**

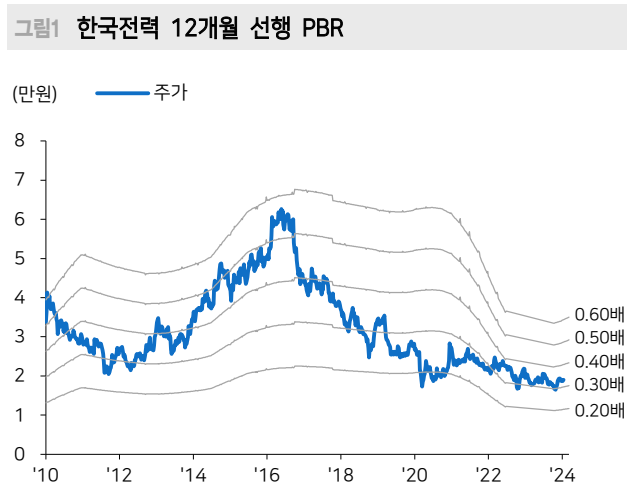
(십억원)	4Q23E	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	22,368.7	19,492.8	14.8	24,470.0	-8.6	22,592.5	-1.0
영업이익	1,288.7	-10,820.9	흑전	1,996.6	-35.5	416.0	209.8
세전이익	371.8	-10,803.0	흑전	1,247.3	-70.2	-297.9	N/A
지배순이익	266.9	-7,771.4	흑전	793.9	-66.4	-158.5	N/A

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

**표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역**

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	88,262.8	93,821.4	88,055.2	93,463.3	-0.2%	-0.4%
영업이익	-4,888.8	8,411.2	-5,164.7	8,241.9	적합	-2.0%
영업이익률	-5.5%	9.0%	-5.9%	8.8%	-0.3%p	-0.1%p
당기순이익	-5,503.4	3,350.7	-5,712.7	3,108.8	적합	-7.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>												
두바이유(달러/배럴)	80.3	77.8	86.6	83.5	78.0	83.0	81.0	78.0	96.4	82.1	80.0	80.0
원/달러 환율	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,321.7	1,320.0	1,280.0	1,300.0	1,310.0	1,291.5	1,305.7	1,302.5	1,270.0
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	130.0	156.8	145.2	141.0	145.5	196.8	166.5	147.1	141.9
석탄 발전단가(원/kWh)	109.1	98.7	84.8	72.0	80.0	75.0	75.0	75.0	113.0	91.2	76.3	75.0
LNG 발전단가(원/kWh)	301.3	197.2	183.2	180.0	196.8	185.2	181.0	185.5	243.1	215.4	187.1	181.9
원전이용률(%)	85.0	79.8	85.8	87.0	84.0	84.0	84.0	84.0	86.0	84.4	84.0	84.0
석탄이용률(%)	54.8	47.2	58.8	50.0	54.8	47.2	58.8	50.0	57.6	52.7	52.7	52.7
전력 판매단가(원/kWh)	146.5	145.5	160.5	157.6	159.5	155.8	166.3	160.9	120.5	152.5	160.6	161.6
<b>실적 전망</b>												
<b>연결 매출</b>	<b>21,594.0</b>	<b>19,622.5</b>	<b>24,470.0</b>	<b>22,368.7</b>	<b>23,780.9</b>	<b>21,115.9</b>	<b>25,536.3</b>	<b>23,030.3</b>	<b>71,257.9</b>	<b>88,055.2</b>	<b>93,463.3</b>	<b>94,899.9</b>
매출액 증가율(% YoY)	31.2	26.4	23.8	14.8	10.1	7.6	4.4	3.0	17.4	23.6	6.1	1.5
매출원가	27,080.0	21,169.1	21,731.4	20,171.7	22,107.2	18,615.4	20,487.1	20,821.2	100,903.6	90,152.2	82,030.9	81,878.4
연료비	9,083.0	6,048.8	6,541.8	6,039.3	7,124.1	5,333.2	6,805.2	6,012.2	34,669.0	27,712.9	25,274.7	24,275.5
구입전력비	12,170.9	8,917.8	9,255.3	6,481.8	8,848.1	6,876.0	7,597.6	7,081.0	41,917.1	36,825.8	30,402.6	30,998.3
감가상각비	3,165.1	3,162.1	3,265.3	3,330.2	3,331.0	3,340.7	3,330.0	3,327.9	12,131.1	12,922.7	13,329.7	13,329.4
인건비	1,317.3	1,219.7	1,316.4	1,413.1	1,343.7	1,244.1	1,342.7	1,441.4	5,383.5	5,266.5	5,371.8	5,479.3
수선비 및 기타	1,343.7	1,820.7	1,352.7	2,907.2	1,460.4	1,821.4	1,411.6	2,958.7	6,802.9	7,424.2	7,652.0	7,796.0
매출총이익	-5,486.0	-1,546.6	2,738.5	2,197.0	1,673.6	2,500.5	5,049.2	2,209.1	-29,645.7	-2,097.0	11,432.4	13,021.4
매출총이익률(%)	-25.4	-7.9	11.2	9.8	7.0	11.8	19.8	9.6	-41.6	-2.4	12.2	13.7
판관비	691.6	725.8	742.0	908.3	703.4	785.0	758.0	944.1	3,009.4	3,067.7	3,190.5	3,285.5
판관비율(%)	3.2	3.7	3.0	4.1	3.0	3.7	3.0	4.1	4.2	3.5	3.4	3.5
<b>영업이익</b>	<b>-6,177.6</b>	<b>-2,272.4</b>	<b>1,996.6</b>	<b>1,288.7</b>	<b>970.3</b>	<b>1,715.5</b>	<b>4,291.2</b>	<b>1,265.0</b>	<b>-32,655.2</b>	<b>-5,164.7</b>	<b>8,241.9</b>	<b>9,735.9</b>
영업이익 성장률(%YoY)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	114.9	-1.8	적확	적축	흑전	18.1
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.2	5.8	4.1	8.1	16.8	5.5	-45.8	-5.9	8.8	10.3
금융손익	-1,000.6	-943.0	-1,020.1	-1,009.6	-1,220.9	-1,438.4	-1,113.5	-1,105.7	-2,913.5	-3,973.4	-4,878.5	-4,920.8
기타손익	81.9	16.3	157.3	-125.5	-261.6	524.5	-233.3	-119.3	414.6	130.0	-89.7	806.6
종속,관계기업 관련 손익	241.4	244.1	113.6	218.2	265.2	263.9	252.2	232.9	1,310.4	817.3	1,014.3	959.5
<b>세전이익</b>	<b>-6,854.8</b>	<b>-2,955.1</b>	<b>1,247.3</b>	<b>371.8</b>	<b>-247.0</b>	<b>1,065.5</b>	<b>3,196.5</b>	<b>273.0</b>	<b>-33,843.6</b>	<b>-8,190.8</b>	<b>4,288.0</b>	<b>6,581.2</b>
<b>연결 당기순이익</b>	<b>-4,911.2</b>	<b>-1,904.4</b>	<b>833.3</b>	<b>269.6</b>	<b>-179.0</b>	<b>772.5</b>	<b>2,317.5</b>	<b>197.9</b>	<b>-24,429.1</b>	<b>-5,712.7</b>	<b>3,108.8</b>	<b>4,771.4</b>
당기순이익률(%)	-22.7	-9.7	3.4	1.2	-0.8	3.7	9.1	0.9	-34.3	-6.5	3.3	5.0
순이익 성장률(% YoY)	적축	적축	흑전	흑전	적축	흑전	178.1	-26.6	적확	적축	흑전	53.5
지배주주 순이익	-4,946.5	-1,902.8	793.9	266.9	-177.3	764.7	2,294.3	196.0	-24,466.9	-5,788.5	3,077.7	4,723.6

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

## 한국전력 (015760)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>60,673.6</b>	<b>71,257.9</b>	<b>88,055.2</b>	<b>93,463.3</b>	<b>94,899.9</b>
매출액증가율(%)	3.6	17.4	23.6	6.1	1.5
매출원가	63,644.3	100,903.6	90,152.2	82,030.9	81,878.4
매출총이익	-2,970.7	-29,645.7	-2,097.0	11,432.4	13,021.4
판매관리비	2,875.8	3,009.4	3,067.7	3,190.5	3,285.5
<b>영업이익</b>	<b>-5,846.5</b>	<b>-32,655.2</b>	<b>-5,164.7</b>	<b>8,242.0</b>	<b>9,735.9</b>
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-5.9	8.8	10.3
금융손익	-1,843.2	-2,913.5	-3,973.4	-4,878.5	-4,920.8
중속/관계기업손익	494.6	1,310.4	817.3	1,014.3	959.5
기타영업외손익	123.5	414.6	130.0	-89.7	806.6
세전계속사업이익	-7,071.6	-33,843.6	-8,190.8	4,288.1	6,581.2
법인세비용	-1,856.0	-9,414.5	-2,478.0	1,179.2	1,809.8
<b>당기순이익</b>	<b>-5,215.6</b>	<b>-24,429.1</b>	<b>-5,712.7</b>	<b>3,108.8</b>	<b>4,771.4</b>
지배주주지분 손이익	-5,304.5	-24,466.9	-5,788.5	3,077.8	4,723.6

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>22,050.9</b>	<b>29,750.6</b>	<b>27,095.6</b>	<b>27,112.0</b>	<b>26,852.5</b>
현금및현금성자산	2,635.2	3,234.8	5,638.8	5,656.9	3,509.9
매출채권	7,539.9	9,504.1	9,422.1	9,412.8	9,567.6
재고자산	7,608.2	9,930.7	8,248.4	8,240.2	8,375.7
<b>비유동자산</b>	<b>189,072.9</b>	<b>205,054.5</b>	<b>211,173.8</b>	<b>211,530.7</b>	<b>211,852.3</b>
유형자산	173,134.6	177,865.3	179,598.1	179,507.9	179,552.7
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,077.6	1,141.6	1,199.1
투자자산	10,381.2	12,328.9	13,972.6	14,355.8	14,575.1
<b>자산총계</b>	<b>211,123.7</b>	<b>234,805.0</b>	<b>238,269.4</b>	<b>238,642.7</b>	<b>238,704.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>31,732.2</b>	<b>44,518.6</b>	<b>49,374.0</b>	<b>48,927.4</b>	<b>46,137.9</b>
매입채무	4,780.3	7,529.9	4,207.3	4,203.1	4,272.2
단기차입금	2,820.6	8,820.4	8,224.1	7,735.1	8,485.1
유동성장기부채	11,109.3	13,838.6	22,254.0	22,254.0	20,096.9
<b>비유동부채</b>	<b>114,064.8</b>	<b>148,286.2</b>	<b>152,444.3</b>	<b>150,155.4</b>	<b>148,235.7</b>
사채	64,221.2	94,969.1	93,788.7	91,006.7	87,971.7
장기차입금	2,278.5	2,977.3	3,302.5	2,294.9	2,388.1
<b>부채총계</b>	<b>145,797.0</b>	<b>192,804.7</b>	<b>201,818.4</b>	<b>199,082.9</b>	<b>194,373.6</b>
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,074.9	2,112.3	2,127.6	2,127.6	2,127.6
기타포괄이익누계액	-57.6	497.0	837.7	837.7	837.7
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	15,591.6	18,669.3	23,393.0
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,389.4	1,420.5	1,468.2
<b>자본총계</b>	<b>65,326.7</b>	<b>42,000.3</b>	<b>36,451.0</b>	<b>39,559.9</b>	<b>44,331.2</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,491.4</b>	<b>-23,477.5</b>	<b>8,018.0</b>	<b>18,352.6</b>	<b>17,787.5</b>
당기순이익(손실)	-5,215.6	-24,429.1	-5,712.7	3,108.8	4,771.4
유형자산상각비	11,776.3	12,305.3	13,108.8	13,562.4	13,562.1
무형자산상각비	166.2	156.2	157.1	141.2	149.7
운전자본의 증감	-2,312.7	-3,512.6	2,531.0	1,540.2	-695.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-12,372.5</b>	<b>-14,953.8</b>	<b>-11,328.3</b>	<b>-14,078.3</b>	<b>-15,598.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-12,686.7	-12,346.9	-13,492.1	-13,472.1	-13,606.9
투자자산의감소(증가)	-1,738.0	-1,979.8	-1,644.3	-383.1	-219.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>8,435.1</b>	<b>38,997.9</b>	<b>5,619.2</b>	<b>-4,256.3</b>	<b>-4,336.2</b>
차입금의 증감	10,307.3	40,183.2	6,760.9	-4,256.3	-4,336.2
자본의 증가	7.0	37.5	15.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	605.7	599.5	2,404.0	18.1	-2,147.0
기초현금	2,029.6	2,635.2	3,234.8	5,638.8	5,656.9
기말현금	2,635.2	3,234.8	5,638.8	5,656.9	3,509.9

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	94,512	111,000	137,165	145,590	147,827
EPS(지배주주)	-8,263	-38,113	-9,017	4,794	7,358
CFPS	14,421	-26,867	15,603	35,536	38,818
EBITDAPS	9,496	-31,456	12,619	34,185	36,525
BPS	99,352	63,158	54,616	59,410	66,769
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-2.7	-0.6	-2.1	3.9	2.5
PCR	1.5	-0.8	1.2	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	8,101.2	21,945.5	23,447.6
EV/EBITDA	15.8	-6.6	17.0	6.1	5.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-8.0	-46.9	-15.3	8.4	11.7
EBITDA 이익률	10.0	-28.3	9.2	23.5	24.7
부채비율	223.2	459.1	553.7	503.2	438.5
금융비용부담률	3.2	4.0	5.1	5.6	5.2
이자보상배율(x)	-3.1	-11.6	-1.1	1.6	2.0
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	9.3	9.9	10.0
재고자산회전율(x)	8.5	8.1	9.7	11.3	11.4

**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** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	항후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국전력 (015760) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

