

2023. 8. 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 (8.11) 18,960 원

상승여력 47.7%

KOSPI 2,591.26pt

시가총액 121,716억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 46.09%

외국인비중 14.72%

52주 최고/최저가 22,450원/16,650원

평균거래대금 247.0억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

국민연금공단 6.59

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.7 -1.0 -13.0

상대주가 -4.7 -5.6 -15.3

주가그래프



한국전력 015760

2Q23 Review: 다음은 흑전

- ✓ 2Q23 연결 영업적자는 -2,27조원(적축 YoY)을 기록하며 컨센서스(-2.11조원)에 부합
- ✓ 정비 일정에 따라 원전, 석탄 이용률이 하락하며 당사 추정치 대비는 아쉬운 결과
- ✓ 폭염, 석탄 가격 하락에 힘입어 하반기 실적 개선은 순조로울 전망
- ✓ 실적 개선을 기다리면 될 때, 3Q23부터는 흑자 기조 지속될 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원을 유지

살짝 아쉽지만, 그래도 이 정도라면...

2Q23 연결 영업적자는 -2,27조원(적축 YoY)을 기록하며 컨센서스(-2.11조원)에 부합했고, 당사 추정치(-1.65조원)는 하회했다. 기존 예상했던 원전 이용률의 하락에 더해 석탄 이용률이 크게 떨어졌다(당사 계산 기준 47.2% 기록하며 QoQ -7.6%p, YoY -4.4%p 감소). 원전, 석탄 이용률 모두 정비일수 증가에 따른 결과로, 하반기 이용률 정상화가 예상된다. LNG 발전 단가 역시 SMP 수준 대비 높은 수준을 기록했는데, 하반기로 갈수록 스팟 구매 물량 재고가 소진되며 안정화될 전망이다.

순조로이 진행되는 이익 개선, 유가 상승 불구 2024년 긍정적 전망 유지

원전, 석탄 이용률 가정을 낮추더라도 3Q23에는 흑전에는 지장이 없다. 전력통계 속보에 따르면 6월 판가는 161원/kWh를 기록했는데(vs 2Q23 145.5원), 더운 날씨에 따른 누진제 효과로 보인다. 더 더운 3Q23에는 판가가 더 증가한다. 원가 하락도 순조로이 관찰되고 있다. EPSIS에 따르면 8월 유연탄 발전 단가는 90.6원/kWh로 MoM -13.3% 하락했다. 한편, 최근 유가, 가스 가격 상승세가 2024년 전망에 부담이 되는 건 사실이다. 하지만 2024년 83.3달러의 두바이유 가격 가정 하에 7조원 이상의 영업이익, 3조원의 순이익은 여전히 가능한 시나리오이다.

앞아서 실적 개선을 기다리기만 하면 될 때

연내 요금 인상, 인하 이벤트는 제한적이고, 실적 개선이 주가 핵심 변인이 될 전망이다. 흑전을 눈 앞에 둔 지금이 적절한 투자 시점인 이유이다. 당사는 10월부터 추가적인 SMP의 하락도 예상하고 있는데, 2024년 전망치에 대한 근거를 마련해줄 수 있다. 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원을 유지한다.

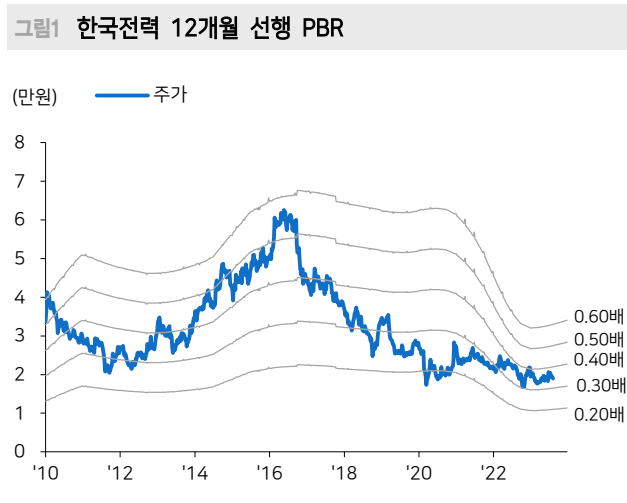
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	60,673.6	-5,846.5	-5,304.5	-8,263	적전	99,352	-2.7	0.2	15.8	-8.0	223.2
2022	71,257.9	-32,655.2	-24,466.9	-38,113	적지	63,158	-0.6	0.3	-6.6	-46.9	459.1
2023E	88,180.9	-5,847.4	-5,493.9	-8,558	적지	54,481	-2.2	0.3	17.9	-14.5	532.0
2024E	91,478.7	7,152.7	2,980.3	4,642	흑전	59,123	4.1	0.3	6.3	8.2	477.3
2025E	90,117.3	6,198.0	2,860.7	4,456	-4.0	63,579	4.3	0.3	6.4	7.3	445.8

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	19,622.5	15,528.0	26.4	21,594.0	-9.1	19,747.0	-0.6	19,795.50	-0.9
영업이익	-2,272.4	-6,516.3	적축	-6,177.6	적축	-2,109.1	N/A	-1,654.60	N/A
세전이익	-2,955.0	-6,812.0	적축	-6,854.8	적축	-3,083.1	N/A	-2,852.70	N/A
순이익	-1,902.8	-4,837.2	적축	-4,946.5	적축	-2,032.4	N/A	-2,047.50	N/A

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	88,063.6	91,232.6	88,180.9	91,478.7	0.1%	0.3%
영업이익	-4,569.8	8,061.2	-5,847.4	7,152.7	적축	-11.3%
영업이익률	-5.2%	8.8%	-6.6%	7.8%	-1.4%p	-1.0%p
당기순이익	-5,140.8	3,636.2	-5,446.2	3,010.4	적축	-17.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.3	77.8	85.0	83.0	69.3	96.4	81.5	83.3
원/달러 환율	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,362.3	1,274.6	1,315.0	1,283.0	1,260.0	1,144.0	1,291.5	1,283.1	1,236.3
SMP(원/kWh)	181.5	157.4	194.3	253.8	236.8	151.9	151.1	142.9	93.9	196.8	170.7	143.8
석탄 발전단가(원/kWh)	90.2	113.1	122.5	126.2	109.1	98.7	85.0	75.0	62.2	113.0	92.0	75.0
LNG 발전단가(원/kWh)	228.1	189.0	245.3	310.0	301.3	195.5	181.1	172.9	114.6	243.1	212.7	173.8
원전이용률(%)	87.5	84.1	89.1	83.3	85.0	79.8	85.0	87.0	77.6	86.0	84.2	84.0
석탄이용률(%)	58.7	51.6	64.9	55.1	54.8	47.2	60.0	55.0	59.9	57.6	54.3	54.3
전력 판매단가(원/kWh)	110.4	110.4	127.6	133.6	146.5	145.5	162.9	154.7	108.0	120.5	152.4	156.4
실적 전망												
연결 매출	16,464.1	15,528.0	19,773.0	19,492.8	21,594.0	19,622.5	24,776.6	22,187.8	60,673.6	71,257.9	88,180.9	91,478.7
매출액 증가율(% YoY)	9.2	14.9	20.1	24.8	31.2	26.4	25.3	13.8	3.6	17.4	23.7	3.7
매출원가	23,602.8	21,275.0	26,602.0	29,423.7	27,080.0	21,128.1	21,999.2	20,702.2	63,644.3	100,903.6	90,909.5	81,108.7
연료비	7,648.4	7,079.9	9,605.2	10,335.5	9,083.0	6,048.8	7,437.9	6,212.1	19,407.6	34,669.0	28,781.8	24,850.4
구입전력비	10,582.7	8,414.2	11,079.7	11,840.5	12,170.9	8,917.8	8,478.7	7,070.6	21,632.1	41,917.1	36,637.9	30,549.3
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	1,538.3	1,509.1	2,809.3	5,629.8	6,802.9	7,200.3	7,391.7
매출총이익	-7,138.8	-5,747.0	-6,829.1	-9,930.9	-5,486.0	-1,505.6	2,777.4	1,485.6	-2,970.7	-29,645.7	-2,728.6	10,370.0
매출총이익률(%)	-43.4	-37.0	-34.5	-50.9	-25.4	-7.7	11.2	6.7	-4.9	-41.6	-3.1	11.3
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	3.0	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	-2,272.4	2,025.2	577.3	-5,846.5	-32,655.2	-5,847.4	7,152.7
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	-11.6	8.2	2.6	-9.6	-45.8	-6.6	7.8
금융손익	-641.9	-687.4	-942.2	-642.0	-1,000.6	-943.0	-1,025.4	-1,016.1	-1,843.2	-2,913.5	-3,985.1	-4,070.4
기타손익	16.2	117.3	5.5	275.6	81.9	16.3	504.9	366.6	123.5	414.6	969.8	249.0
종속,관계기업 관련 손익	307.3	274.4	344.2	384.4	241.4	244.1	225.2	231.0	494.6	1,310.4	941.7	821.0
세전이익	-8,105.3	-6,812.0	-8,123.4	-10,803.0	-6,854.8	-2,955.0	1,730.0	158.8	-7,071.6	-33,843.6	-7,921.1	4,152.2
연결 당기순이익	-5,925.9	-4,835.8	-5,884.2	-7,783.2	-4,911.2	-1,904.3	1,254.3	115.1	-5,215.6	-24,429.1	-5,446.2	3,010.4
당기순이익률(%)	-36.0	-31.1	-29.8	-39.9	-22.7	-9.7	5.1	0.5	-8.6	-34.3	-6.2	3.3
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	-1,902.8	1,241.7	114.0	-5,304.5	-24,466.9	-5,493.6	2,980.3

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	60,673.6	71,257.9	88,180.9	91,478.7	90,117.3
매출액증가율(%)	3.6	17.4	23.7	3.7	-1.5
매출원가	63,644.3	100,903.6	90,909.6	81,108.7	80,592.8
매출총이익	-2,970.7	-29,645.7	-2,728.6	10,370.0	9,524.5
판매관리비	2,875.8	3,009.4	3,118.8	3,217.3	3,326.5
영업이익	-5,846.5	-32,655.2	-5,847.4	7,152.7	6,198.0
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-6.6	7.8	6.9
금융손익	-1,843.2	-2,913.5	-3,915.3	-4,070.4	-3,117.1
중속/관계기업손익	494.6	1,310.4	941.7	821.0	851.8
기타영업외손익	123.5	414.6	899.6	249.0	53.0
세전계속사업이익	-7,071.6	-33,843.6	-7,921.4	4,152.3	3,985.7
법인세비용	-1,856.0	-9,414.5	-2,475.0	1,141.9	1,096.1
당기순이익	-5,215.6	-24,429.1	-5,446.4	3,010.4	2,889.6
지배주주지분 손이익	-5,304.5	-24,466.9	-5,493.9	2,980.3	2,860.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,050.9	29,750.6	21,905.3	19,574.6	23,353.1
현금및현금성자산	2,635.2	3,234.8	1,607.0	691.6	2,966.5
매출채권	7,539.9	9,504.1	7,228.2	7,342.7	7,245.4
재고자산	7,608.2	9,930.7	8,395.0	8,528.0	8,414.9
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	230,283.5	227,726.7	231,060.4
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	15,786.5	18,766.8	21,627.5
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,460.6	1,490.7	1,519.6
자본총계	65,326.7	42,000.3	36,435.1	39,445.5	42,335.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	4,491.4	-23,477.5	13,629.5	16,718.2	15,628.4
당기순이익(손실)	-5,215.6	-24,429.1	-5,446.4	3,010.4	2,889.6
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	7,969.7	792.3	-421.5
투자활동 현금흐름	-12,372.5	-14,953.8	-11,111.0	-10,989.4	-14,461.2
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	-1,627.8	-915.4	2,274.9
기초현금	2,029.6	2,635.2	3,234.8	1,607.0	691.6
기말현금	2,635.2	3,234.8	1,607.0	691.6	2,966.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	94,512	111,000	137,361	142,498	140,378
EPS(지배주주)	-8,263	-38,113	-8,558	4,642	4,456
CFPS	14,421	-26,867	14,778	32,997	31,564
EBITDAPS	9,496	-31,456	11,401	31,689	30,155
BPS	99,352	63,158	54,481	59,123	63,579
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	4.1	4.3
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	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	6,096.0	-20,193.7	7,319.2	20,343.2	19,358.4
EV/EBITDA	15.8	-6.6	17.9	6.3	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-8.0	-46.9	-14.5	8.2	7.3
EBITDA 이익률	10.0	-28.3	8.3	22.2	21.5
부채비율	223.2	459.1	532.0	477.3	445.8
금융비용부담률	3.2	4.0	5.1	4.8	3.6
이자보상배율(x)	-3.1	-11.6	-1.3	1.6	1.9
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	10.5	12.6	12.4
재고자산회전율(x)	8.5	8.1	9.6	10.8	10.6

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 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

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

