

(Analyst) 류재현 jay.ryu@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

015760 · 전력

한국전력

불황형 흑자, 그래도 좋다

(상향)

Trading Buy

목표주가

27,000원 ▲

상승여력

14.6%

현재주가(24/2/23)

23,550원

KOSPI	2,667.70	시가총액(십억원)	15,118	발행주식수(백만주)	642	외국인 보유비중(%)	14.6
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

Report summary

4Q23 Review: 원전 가동률 개선, 연료 단가 하락으로 실적 호조

한국전력의 4Q23 매출액은 15.5% YoY 증가한 22조 5,186억원을 기록했다. 경기 부진 등으로 전력 판매량은 0.7% YoY 감소했다. 영업이익은 1조 8,843억원으로 시장 기대치(1.1조원)를 상회했다. 연료비(-5조원, -48.7% YoY) 및 구입전력비(-3.9조원, -33.2% YoY) 감소 효과가 컸다. 원전 가동률이 85.4%(4Q22 79.1%)로 크게 상승했다.

투자의견 Trading Buy로 상향: 재무구조 개선은 여전한 과제

한국전력에 대한 목표주가를 18,000원에서 27,000원으로 변경한다. 14.6%의 상승여력으로 투자의견을 중립에서 Trading Buy로 상향한다. 원전 가동률 상승, SMP 하락으로 2024년 추가적인 실적 개선이 가능할 전망이다. 목표주가는 PBR 0.45배에 해당하는 것으로 과거 고점(0.6배) 대비 25% 할인된 수준이다. 영업이익의 개선 속 크게 불안정해진 재무 구조의 개선은 여전한 과제이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	28.9	30.2	28.9
상대주가	19.8	22.3	17.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	60,674	71,258	88,205	88,521	88,592
영업이익 (십억원)	-5,846	-32,655	-4,569	6,714	7,946
영업이익률 (%)	-9.6	-45.8	-5.2	7.6	9.0
순이익 (십억원)	-5,305	-24,467	-4,762	2,721	3,421
EPS (원)	-8,263	-38,112	-7,417	4,239	5,329
ROE (%)	-8.0	-46.9	-12.4	7.3	8.4
P/E (배)	-	-	-	5.6	4.4
P/B (배)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 영업이익 1.9조원, 시장 기대치 소폭 상회

한국전력의 4Q23 매출액은 15.5% YoY 증가한 22조 5,186억원을 기록했다. 경기 부진 등으로 전력 판매량은 0.7% YoY 감소했다. 주택용 전력 판매량(2.2% YoY)이 증가했지만 산업용 전력 판매량(-2.1% YoY)은 하락했다. 하지만 전기요금 인상 효과로 판매 단가는 18.5% YoY 상승했다.

영업이익은 1조 8,843억원을 기록했다. 이는 시장 기대치(1.1조원)를 상회한 것이다. 전년 동기(10조 8209억원 적자) 대비 대폭 흑자 전환했다. 전기판매 수익 증가(+2.9조원 YoY) 외에도 연료비(-5조원, -48.7% YoY) 및 구입전력비(-3.9조원, -33.2% YoY) 감소 효과가 실적 개선의 결정적인 요인이었다. LNG 및 석탄 단가는 42.7% YoY, 37.5% YoY 하락했다.

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	19,493	24,470	22,519	21,894	22,510	15.5	-8.0
영업이익	-10,821	1,997	1,884	56	1,099	흑전	-5.6
영업이익률 (%)	-55.5	8.2	8.4	0.3	4.9	63.9	0.2
세전이익	-10,803	1,247	1,163	-757	1,133	흑전	-6.8
순이익	-7,771	794	1,294	-496	876	흑전	62.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23P	24F	23P	24F	
매출액	87,580	90,154	88,205	88,521	0.7	-1.8	전력 판매량 구입전력비, 연료비 단가
영업이익	-6,398	1,387	-4,569	6,714	-28.6	384.1	
세전이익	-9,319	-1,855	-7,399	3,394	-20.6	-282.9	
순이익	-6,551	-1,201	-4,762	2,721	-27.3	-326.7	
EPS (원)	-10,204	-1,870	-7,417	4,239	-27.3	-326.7	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	2025F
매출액	21,594	19,622	24,470	22,519	22,610	20,153	24,151	21,608	88,205	88,521	88,592
전기판매수익	20,259	18,362	23,164	21,170	21,593	19,061	23,075	20,612	82,955	84,341	84,341
해외사업수익	217	301	383	316	200	290	290	226	1,217	1,006	1,006
기타	1,118	960	923	1,033	818	801	785	770	4,033	3,174	3,244
영업이익	-6,178	-2,272	1,997	1,884	2,446	1,206	2,050	1,013	-4,569	6,714	7,946
세전이익	-6,855	-2,955	1,247	1,163	1,628	377	1,205	184	-7,399	3,394	4,108
순이익(지배)	-4,947	-1,903	794	1,294	1,259	298	1,003	162	-4,762	2,721	3,421
영업이익률 (%)	-28.6	-11.6	8.2	8.4	10.8	6.0	8.5	4.7	-5.2	7.6	9.0
세전이익률 (%)	-31.7	-15.1	5.1	5.2	7.2	1.9	5.0	0.9	-8.4	3.8	4.6
순이익률 (%)	-22.7	-9.7	3.4	5.9	5.7	1.5	4.3	0.8	-5.4	3.1	3.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

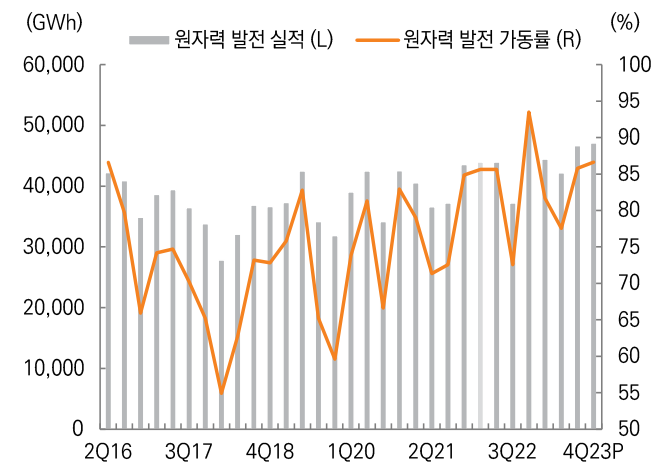
자료: 한국전력공사, 미래에셋증권 리서치센터

역할 확대와 SMP 하락이 이끄는 실적 개선

예상을 상회하는 원전 가동률 상승에 따른 발전 믹스 변화는 원가 감소로 이어질 전망이다. 주요 연료의 물량(LNG -29.7 YoY, 석탄 -9.8% YoY)은 의미 있게 감소했다. 4Q23 장기 정비 중이었던 한빛 원전의 가동률이 85.4%(4Q22 79.1%)로 크게 상승한 효과가 컸다. 석탄/LNG 수량 감소에 따른 영업이익 개선 효과는 전년비 1.8조원에 달했다(판매량 부진에 따른 LNG 연료비 감소(1.3조원) 제외 시 원가 감소는 약 5,000억원).

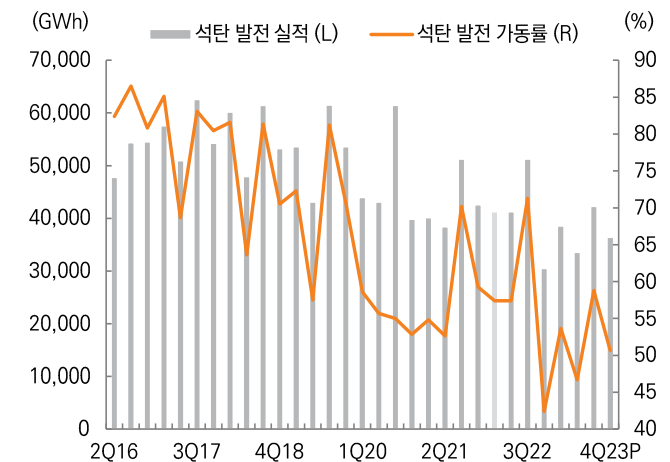
2023년 4분기 약 130원대로 하락한 SMP는 1Q24에 추가 하락할 것으로 예상된다. SMP 하락은 유류/LNG 단가 하락에 따른 것으로 2Q~3Q에 안정화될 가능성이 높다. 하지만, 전반적인 수요 부진에 따라 반등 폭은 크지 않을 전망이다. LNG 물량 감소와 함께 불황형 실적 개선으로 볼 수 있는 요소이다. 발전 믹스 변화, SMP 하락을 반영하여 2024년 영업이익 전망치를 상향 조정한다. 단, 실적 개선에 따라 총선 이후 전기요금 인상 가능성은 크지 않아 보인다.

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



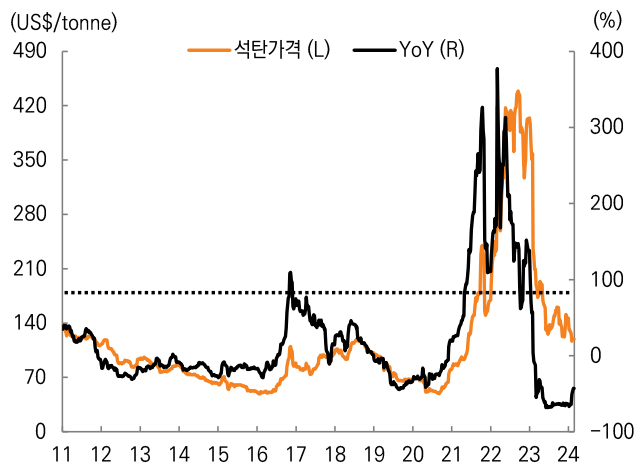
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



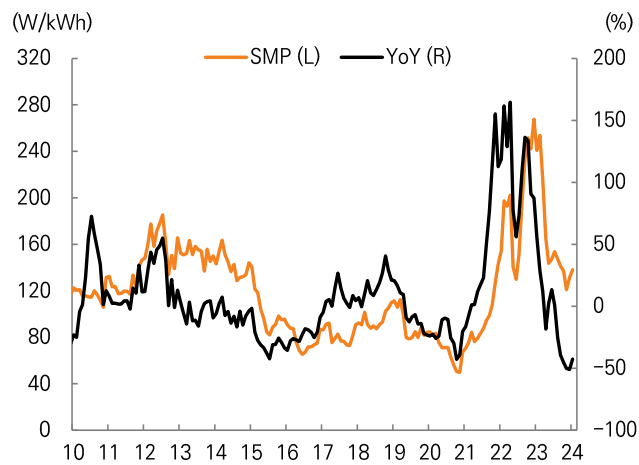
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 석탄 가격 추이



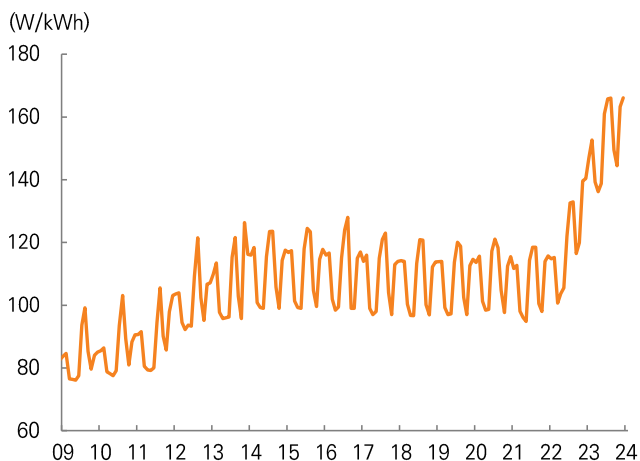
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SMP 추이



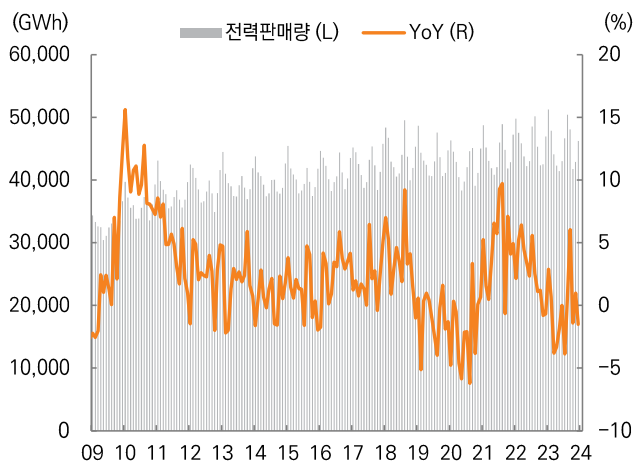
자료: KPX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전력 판매량



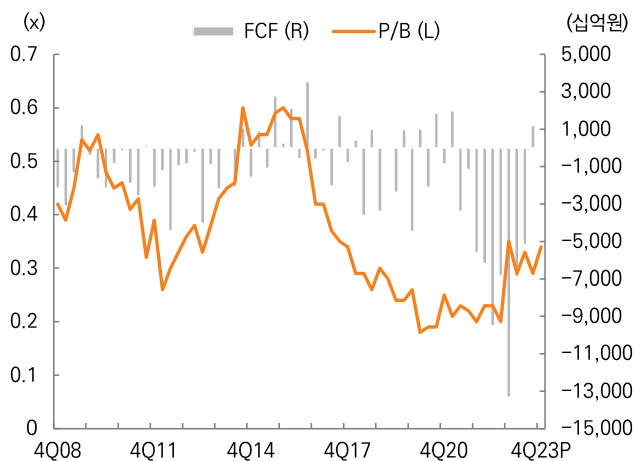
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 및 투자의견 27,000원, Trading Buy로 상향

한국전력에 대한 목표주가를 기존 18,000원에서 27,000원으로 상향한다. 14.6%의 상승 여력으로 투자의견 또한 중립에서 Trading Buy로 상향한다. 목표주가 27,000원은 PBR 0.45배에 해당하는 것으로 과거 실적 개선기를 감안한 것이다(한전의 역사적 PBR 밴드는 0.2~0.6배).

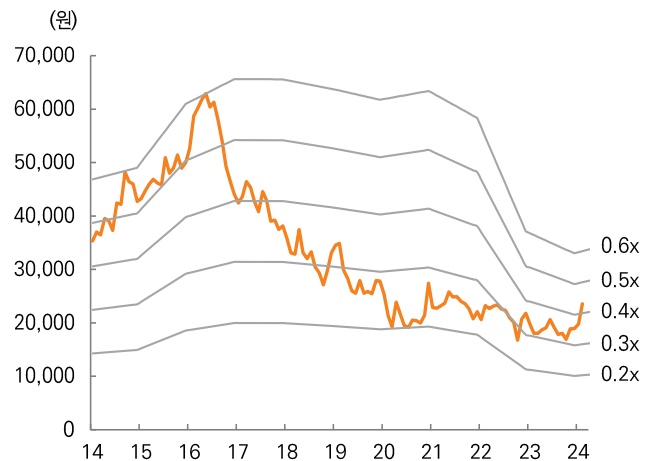
목표 PBR(0.45배) 영업이익은 12조원에 달했던 2016년인 PBR 0.6배 대비 25% 할인된 것이다. 주요 할인 이유는 최근 유가 하락 추세의 완화, 급격히 악화된 재무 구조(부채비율 500%, 연간 이자비용 증가)를 고려한 것이다. 과거 실적 개선기(2014년~2016년) 평균 이자보상 비용 및 부채비율은 각각 5배, 166%였다. 하지만 2024년 이자보상 배율은 여전히 2배 이하로 전망되며 부채비율은 500%에 육박한다.

그림 7. PBR vs. FCF



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. PBR 밴드



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	71,258	88,205	88,521	88,592
매출원가	100,904	89,622	78,679	77,528
매출총이익	-29,646	-1,417	9,842	11,064
판매비와관리비	3,009	3,152	3,128	3,118
조정영업이익	-32,655	-4,569	6,714	7,946
영업이익	-32,655	-4,569	6,714	7,946
비영업손익	-1,189	-2,830	-3,320	-3,838
금융손익	-2,478	-3,998	-3,941	-3,858
관계기업등 투자손익	1,310	759	600	0
세전계속사업손익	-33,844	-7,399	3,394	4,108
계속사업법인세비용	-9,415	-2,742	606	604
계속사업이익	-24,429	-4,657	2,788	3,505
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-24,429	-4,657	2,788	3,505
지배주주	-24,467	-4,762	2,721	3,421
비지배주주	38	105	66	84
총포괄이익	-23,182	-4,356	2,788	3,505
지배주주	-23,273	-4,497	2,669	3,355
비지배주주	91	141	119	149
EBITDA	-20,194	8,622	20,089	21,337
FCF	-35,824	-3,550	583	2,257
EBITDA 마진율 (%)	-28.3	9.8	22.7	24.1
영업이익률 (%)	-45.8	-5.2	7.6	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-34.3	-5.4	3.1	3.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-23,478	10,173	14,083	16,757
당기순이익	-24,429	-4,657	2,788	3,505
비현금수익비용가감	7,181	15,342	17,971	17,903
유형자산감가상각비	12,305	13,031	13,239	13,277
무형자산상각비	156	161	135	115
기타	-5,280	2,150	4,597	4,511
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,513	3,705	-2,079	-139
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1,829	-1,049	444	30
재고자산 감소(증가)	-3,001	-2,370	464	31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,844	1,143	-352	-24
법인세납부	-449	-346	-606	-604
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,954	-13,585	-13,339	-14,489
유형자산처분(취득)	-11,717	-13,511	-13,500	-14,500
무형자산감소(증가)	-80	-49	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-104	-536	161	11
기타투자활동	-3,053	511	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	38,998	4,900	-1,152	-2,284
장단기금융부채의 증가(감소)	40,183	6,042	-1,152	-2,284
자본의 증가(감소)	37	15	0	0
배당금의 지급	-56	-51	0	0
기타재무활동	-1,166	-1,106	0	0
현금의 증가	600	1,260	13	12
기초현금	2,635	3,235	4,494	4,507
기말현금	3,235	4,494	4,507	4,519

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

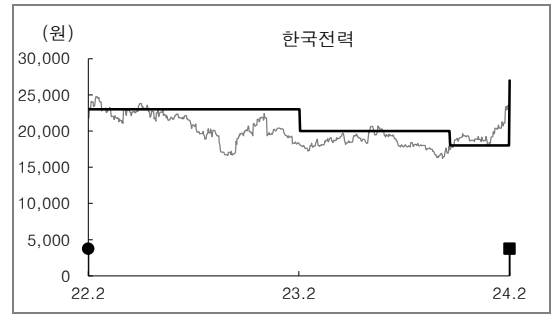
(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	29,751	34,218	33,140	33,079
현금 및 현금성자산	3,235	4,494	4,507	4,519
매출채권 및 기타채권	9,922	11,462	10,998	10,967
재고자산	9,931	11,472	11,008	10,977
기타유동자산	6,663	6,790	6,627	6,616
비유동자산	205,054	211,516	211,114	212,187
관계기업투자등	8,992	10,388	9,968	9,939
유형자산	177,865	179,907	180,168	181,391
무형자산	1,057	1,024	889	774
자산총계	234,805	245,734	244,255	245,267
유동부채	44,519	48,940	46,841	49,093
매입채무 및 기타채무	9,663	11,163	10,711	10,681
단기금융부채	23,318	25,548	24,396	26,712
기타유동부채	11,538	12,229	11,734	11,700
비유동부채	148,286	159,301	157,132	152,387
장기금융부채	101,883	105,695	105,695	101,095
기타비유동부채	46,403	53,606	51,437	51,292
부채총계	192,805	208,241	203,973	201,480
지배주주지분	40,545	36,075	38,796	42,218
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,112	2,128	2,128	2,128
이익잉여금	21,431	16,618	19,340	22,761
비지배주주지분	1,455	1,418	1,485	1,568
자본총계	42,000	37,493	40,281	43,786

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	5.6	4.4
P/CF (x)	-	1.1	0.7	0.7
P/B (x)	0.3	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	-	15.8	6.9	6.4
EPS (원)	-38,112	-7,417	4,239	5,329
CFPS (원)	-26,867	16,644	32,336	33,346
BPS (원)	63,158	56,195	60,434	65,763
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	17.4	23.8	0.4	0.1
EBITDA증가율 (%)	-	-	133.0	6.2
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	18.3
EPS증가율 (%)	-	-	-	25.7
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.6	8.2	8.4
재고자산 회전율 (회)	8.1	8.2	7.9	8.1
매입채무 회전율 (회)	16.4	11.0	9.2	9.3
ROA (%)	-11.0	-1.9	1.1	1.4
ROE (%)	-46.9	-12.4	7.3	8.4
ROIC (%)	-13.0	-2.5	2.8	3.6
부채비율 (%)	459.1	555.4	506.4	460.1
유동비율 (%)	66.8	69.9	70.8	67.4
순차입금/자기자본 (%)	287.6	327.1	301.7	272.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-11.6	-1.0	1.5	1.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2024.02.26	Trading Buy	27,000	-	-
2023.11.15	중립	18,000	8.06	30.83
2023.02.28	중립	20,000	-7.86	3.50
2023.02.25	1년 경과 이후	23,000	-21.04	-21.04
2022.02.25	중립	23,000	-9.03	7.61



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력 와(과) 주식매수계약 체결 등의 기타이해관계에 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.