

(Analyst) 류재현 jay.ryu@miraeeasset.com
(RA) 이창민 changmin.lee@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

015760 · 전력

한국전력

아직 갈 길이 멀다

(유지)

중립

목표주가

18,000원 ▼

상승여력

3.4%

현재주가(23/11/14)

17,400원

KOSPI	2,433.25	시가총액(십억원)	11,170	발행주식수(백만주)	642	외국인 보유비중(%)	13.9
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

Report summary

3Q23 Review: 10개 분기 만에 흑자 전환

한국전력의 3Q23 매출액은 24조 4,700억원(23.8% YoY)을 기록했다. 전기 판매 수익 개선(27% YoY)에 힘입었다. 요금 인상에 따라 판매 단가(26% YoY)가 상승한 것이 주 원인이다. 영업이익은 1조 9,966억원으로 10개 분기만에 흑자를 기록했다. 석탄(-29%YoY), LNG(-28% YoY) 등 주요 연료비 단가가 크게 하락했다. 전력 구입비 역시 16% YoY 하락하면서 실적 개선에 일조했다.

목표주가 18,000원으로 하향 및 중립 의견 유지: 아직은 갈 길이 멀다

한국전력에 대한 목표주가를 18,000원으로 하향하나 중립 의견을 유지한다. 추가 요금 인상이 없다면 의미 있는 이익 창출은 요원해 보인다. 절대 주가는 하락했으나 지속된 순손실로 인해 PBR은 0.3배로 과거 저점(0.2배) 대비 높다. 유가 하락에 기대가 크지 않다면 저점 매수하기에도 다소 이른 시점이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.5	-11.7	-10.3
상대주가	0.5	-10.1	-8.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	60,674	71,258	87,580	90,154	90,165
영업이익 (십억원)	-5,846	-32,655	-6,398	1,387	1,490
영업이익률 (%)	-9.6	-45.8	-7.3	1.5	1.7
순이익 (십억원)	-5,305	-24,467	-6,551	-1,201	-1,450
EPS (원)	-8,263	-38,112	-10,204	-1,870	-2,258
ROE (%)	-8.0	-46.9	-17.6	-3.6	-4.5
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	0.2	0.3	0.3	0.3	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

3Q23 Review: 10개 분기만의 영업흑자

한국전력의 3Q23 매출액은 24조 4,700억원을 기록했다. 이는 전년 동기비 23.8% 증가한 것이다. 가장 큰 비중을 차지하는 전기 판매 수익이 27% YoY 증가했다. 지난해 있었던 요금 인상 효과로 판매 단가(26% YoY)가 상승한 것이 결정적이었다.

영업이익은 1조 9,966억원으로 전년 동기(영업손실 7조 5,309억원) 대비 큰 폭의 흑자 전환을 달성했다. 요금 인상에 더해 전년 동기비 연료비 및 전력 구입비 단가가 하락한 것이 주 원인이다. 석탄(-29%YoY), LNG(-28% YoY) 등 주요 연료비 단가가 크게 하락했다. 전력 구입비 역시 16% YoY 하락하면서 실적 개선에 일조했다. 이자비용 등 금융비용 부담으로 순이익은 7,940억원에 그쳤지만, 10개 분기 만의 흑자 전환에 성공했다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	19,773	19,622	24,470	22,292	23,709	23.8	24.7
영업이익	-7,531	-2,272	1,997	1,274	1,556	흑전	흑전
영업이익률 (%)	-38.1	-11.6	8.2	5.7	6.6	46.3	19.8
세전이익	-8,123	-2,955	1,247	554	788	흑전	흑전
순이익	-5,905	-1,903	794	398	585	흑전	흑전

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	23F	24F	23F	24F	
매출액	85,021	89,032	87,580	90,154	3.0	1.3	산업용 단가 인상
영업이익	-8,216	1,351	-6,398	1,387	-22.1	2.7	3Q23 반영
세전이익	-11,002	-1,388	-9,319	-1,855	-15.3	-33.6	금융비용 증가
순이익	-7,876	-995	-6,551	-1,201	-16.8	-20.7	
EPS (원)	-12,269	-1,550	-10,204	-1,870	-16.8	-20.7	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	16,464	15,528	19,773	19,493	21,594	19,622	24,470	21,894	71,258	87,580	90,154
전기판매수익	15,378	14,090	18,488	18,242	20,259	18,362	23,164	20,844	66,199	82,629	86,059
해외사업수익	280	496	456	169	217	301	383	215	1,400	1,116	922
기타	806	942	829	1,082	1,118	960	923	834	3,658	3,835	3,174
영업이익	-7,787	-6,516.3	-7,531	-10,821	-6,178	-2,272	1,997	56	-32,655	-6,398	1,387
세전이익	-8,105	-6,812	-8,123	-10,803	-6,855	-2,955	1,247	-757	-33,844	-9,319	-1,855
순이익(지배)	-5,953	-4,837	-5,905	-7,771	-4,904	-1,903	794	-496	-24,467	-6,551	-1,201
영업이익률 (%)	-47.3	-42.0	-38.1	-55.5	-28.6	-11.6	8.2	0.3	-45.8	-7.3	1.5
세전이익률 (%)	-49.2	-43.9	-41.1	-55.4	-31.7	-15.1	5.1	-3.5	-47.5	-10.6	-2.1
순이익률 (%)	-36.0	-31.1	-29.8	-39.9	-22.7	-9.7	3.4	-2.4	-34.3	-7.5	-1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, 미래에셋증권 리서치센터

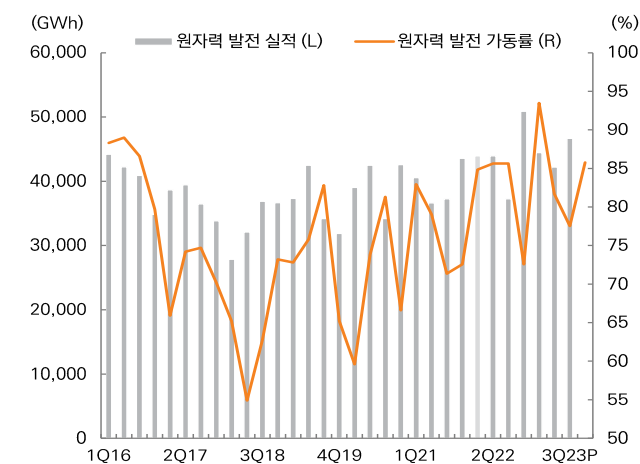
아직은 갈 길이 멀다: 추가 요금 인상 필요

오랜만의 흑자 전환에도 불구하고 아직까지 지속 가능한 이익의 실현을 위한 길은 멀다. 연료비 하락에 따른 효과는 내년 초까지 이어질 가능성이 있지만 추가 하락 가능성이 제한적이다. 경기 부진에도 불구하고 최근 중동에서의 분쟁 등으로 유가가 크게 하락할 가능성은 크지 않다.

최근 한국전력은 산업용 전기요금을 kWh당 10.6원 인상한 바 있다. 이는 11월부터 적용이 될 전망이다. 이로 인해 실적의 추가 개선이 가능하다. 3Q24까지 산업용 전기요금 인상 효과가 나타나겠지만, 여전히 연간 순이익을 기록하기는 힘들다. 차입금 증가와 금리 상승으로 이자비용 부담이 크기 때문이다.

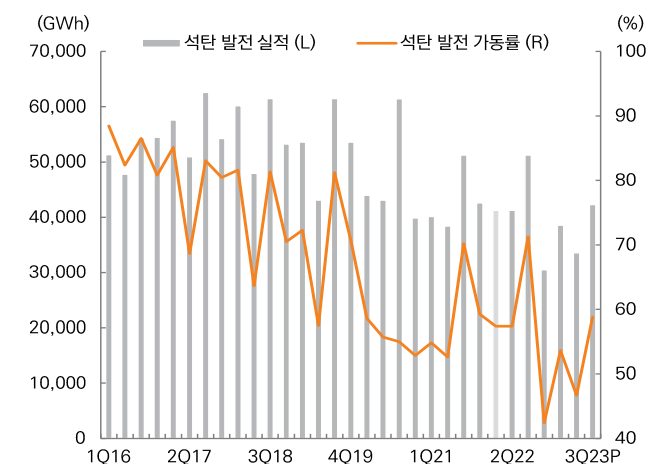
3Q23말 기준 동사의 차입금은 127조원으로 2022년말 대비 11% 증가했다. 3Q23 누적 평균 이자비용은 3.3%이다. 2022년 대비 0.2%p 상승한 것이다. 고정 금리가 대부분이지만, 추가 차입에 따른 이자율 상승은 피할 수 없다. 투자가 크게 감소했지만 여전히 연간 10조원에 달하는 투자비용이 필요하다. 연료비의 추가 하락이 나타나지 않는다면 전기요금 인상이 추가적으로 검토될 필요가 있다.

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



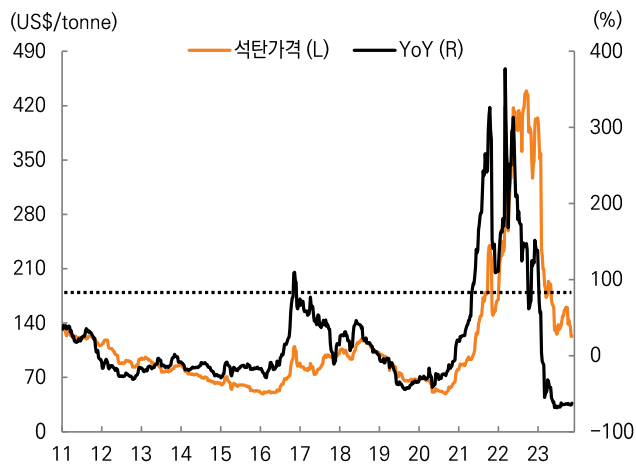
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



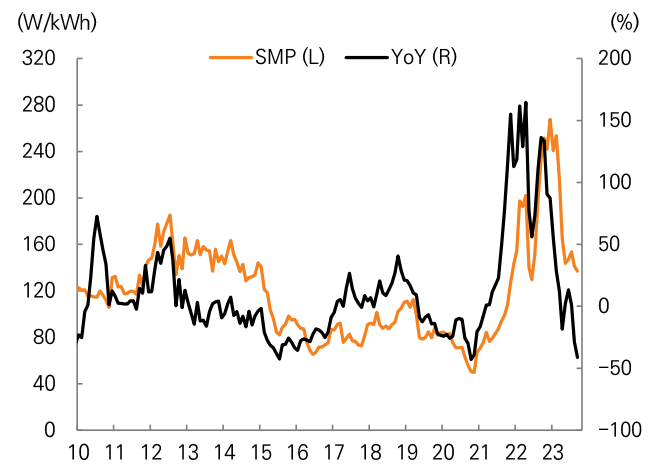
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 석탄 가격 추이



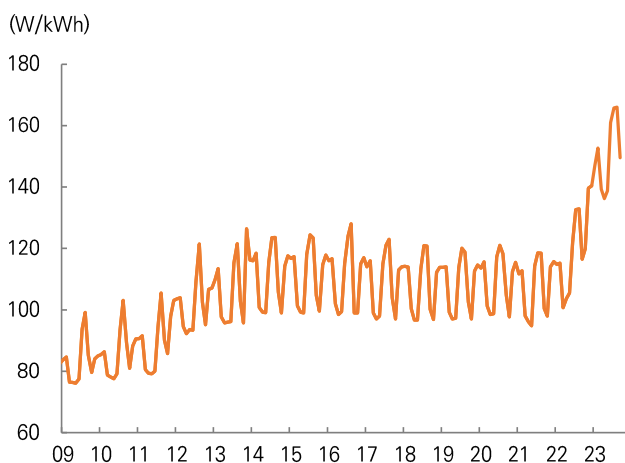
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SMP 추이



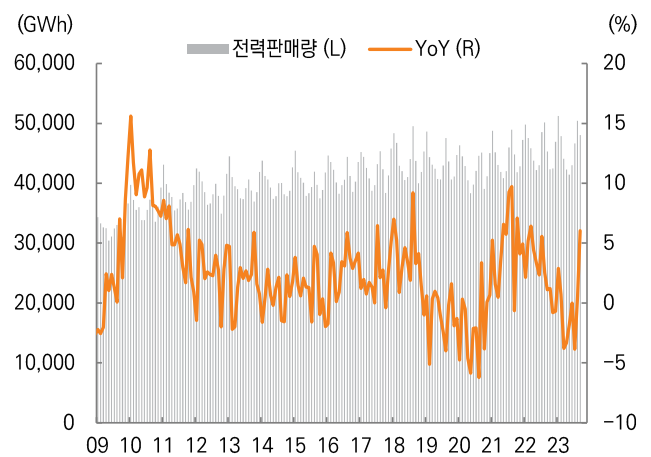
자료: KPX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전력 판매량

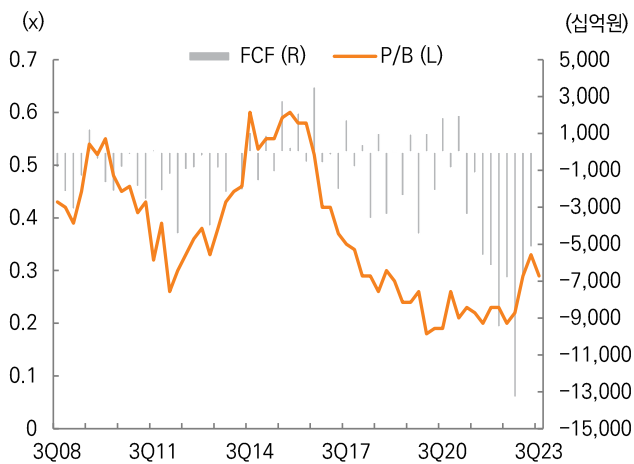


자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 18,000원으로 하향 중립 의견 유지

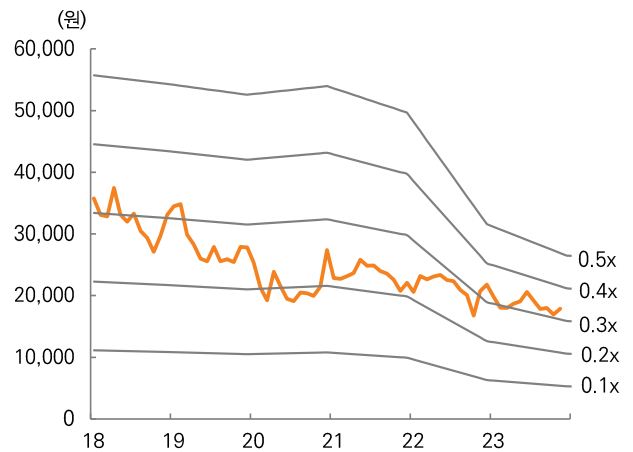
한국전력에 대한 목표주가 18,000원으로 하향하나 중립 의견을 유지한다. 산업용 요금 상승이 전격적으로 이루어졌지만, 여전히 의미 있는 실적 개선은 달성하기 쉽지 않다. 절대 주가는 하락했으나 지속된 순손실로 인해 PBR은 0.3배로 과거 저점(0.2배) 대비 높은 상황이다. 유가 하락에 기대가 크지 않다면 저점 매수하기에도 다소 이른 시점이다.

그림 7. PBR vs. FCF



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. PBR 밴드



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	71,258	87,580	90,154	90,165
매출원가	100,904	90,729	85,456	85,383
매출총이익	-29,646	-3,149	4,698	4,782
판매비와관리비	3,009	3,249	3,311	3,291
조정영업이익	-32,655	-6,398	1,387	1,490
영업이익	-32,655	-6,398	1,387	1,490
비영업손익	-1,189	-2,921	-3,242	-3,744
금융손익	-2,478	-3,933	-3,887	-3,789
관계기업등 투자손익	1,310	785	600	0
세전계속사업손익	-33,844	-9,319	-1,855	-2,254
계속사업법인세비용	-9,415	-2,817	-595	-732
계속사업이익	-24,429	-6,502	-1,260	-1,521
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-24,429	-6,502	-1,260	-1,521
지배주주	-24,467	-6,551	-1,201	-1,450
비지배주주	38	48	-59	-72
총포괄이익	-23,182	-6,488	-1,260	-1,521
지배주주	-23,273	-6,524	-1,265	-1,528
비지배주주	91	35	5	6
EBITDA	-20,194	6,581	13,980	13,657
FCF	-35,824	-4,011	2,937	281
EBITDA 마진율 (%)	-28.3	7.5	15.5	15.1
영업이익률 (%)	-45.8	-7.3	1.5	1.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-34.3	-7.5	-1.3	-1.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	29,751	30,303	30,325	30,268
현금 및 현금성자산	3,235	2,956	2,925	2,901
매출채권 및 기타채권	9,922	11,144	11,167	11,153
재고자산	9,931	11,154	11,177	11,163
기타유동자산	6,663	5,049	5,056	5,051
비유동자산	205,054	208,628	204,561	202,679
관계기업투자등	8,992	10,100	10,120	10,108
유형자산	177,865	177,633	173,682	171,937
무형자산	1,057	1,056	914	793
자산총계	234,805	238,931	234,887	232,947
유동부채	44,519	44,513	41,622	41,269
매입채무 및 기타채무	9,663	10,853	10,875	10,862
단기금융부채	23,318	21,466	18,527	18,204
기타유동부채	11,538	12,194	12,220	12,203
비유동부채	148,286	159,088	159,196	159,130
장기금융부채	101,883	106,970	106,970	106,970
기타비유동부채	46,403	52,118	52,226	52,160
부채총계	192,805	203,601	200,817	200,399
지배주주지분	40,545	33,965	32,764	31,314
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,112	2,128	2,128	2,128
이익잉여금	21,431	14,756	13,555	12,105
비지배주주지분	1,455	1,364	1,305	1,234
자본총계	42,000	35,329	34,069	32,548

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-23,478	7,741	11,437	10,581
당기순이익	-24,429	-6,502	-1,260	-1,521
비현금수익비용가감	7,181	14,854	15,885	15,223
유형자산감가상각비	12,305	12,814	12,450	12,046
무형자산상각비	156	165	143	121
기타	-5,280	1,875	3,292	3,056
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,513	3,938	104	-64
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1,829	-970	-22	14
재고자산 감소(증가)	-3,001	-1,590	-23	14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,844	942	17	-11
법인세납부	-449	-610	595	732
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,954	-10,176	-8,508	-10,295
유형자산처분(취득)	-11,717	-11,575	-8,500	-10,300
무형자산감소(증가)	-80	-58	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-104	-425	-8	5
기타투자활동	-3,053	1,882	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	38,998	2,534	-2,939	-323
장단기금융부채의 증가(감소)	40,183	3,235	-2,939	-323
자본의 증가(감소)	37	16	0	0
배당금의 지급	-56	-45	0	0
기타재무활동	-1,166	-672	0	0
현금의 증가	600	-279	-31	-24
기초현금	2,635	3,235	2,956	2,925
기말현금	3,235	2,956	2,925	2,901

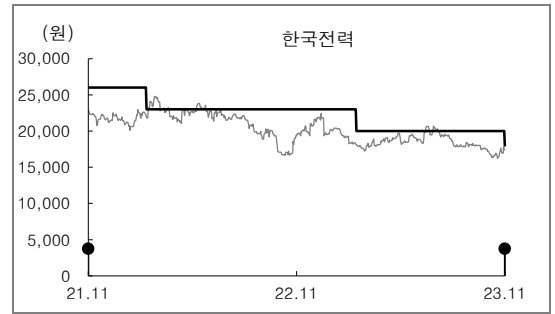
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	-	1.3	0.8	0.8
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.4
EV/EBITDA (x)	-	20.6	9.5	9.7
EPS (원)	-38,112	-10,204	-1,870	-2,258
CFPS (원)	-26,867	13,009	22,781	21,344
BPS (원)	63,158	52,908	51,038	48,779
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	22.9	2.9	0.0
EBITDA증가율 (%)	-	-	112.4	-2.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	7.4
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.7	8.4	8.4
재고자산 회전율 (회)	8.1	8.3	8.1	8.1
매입채무 회전율 (회)	16.4	11.4	10.1	10.1
ROA (%)	-11.0	-2.7	-0.5	-0.7
ROE (%)	-46.9	-17.6	-3.6	-4.5
ROIC (%)	-13.0	-3.4	0.5	0.6
부채비율 (%)	459.1	576.3	589.4	615.7
유동비율 (%)	66.8	68.1	72.9	73.3
순차입금/자기자본 (%)	287.6	348.2	352.6	368.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-11.6	-1.5	0.3	0.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2023.11.15	중립	18,000	-	-
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
2021.09.23	중립	26,000	-14.61	-8.27



* 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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 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.