



한국전력 (015760)

Neutral

연결 흑전과 별도 손손실

목표주가(12M) 18,000원
현재주가(11.13) 17,870원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,403.76
52주 최고/최저(원)	22,450/16,190
시가총액(십억원)	11,471.9
시가총액비중(%)	0.60
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,054.1
60일 평균 거래대금(십억원)	18.5
외국인지분율(%)	13.89
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.59

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	86,766.0	92,228.5
영업이익(십억원)	(7,660.4)	3,433.4
순이익(십억원)	(7,485.4)	601.1
EPS(원)	(11,769)	926
BPS(원)	51,580	53,038

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	60,673.6	71,257.9	87,565.1	93,891.1
영업이익	(5,846.5)	(32,655.2)	(5,838.8)	7,855.3
세전이익	(7,071.6)	(33,843.6)	(8,599.3)	4,594.1
순이익	(5,304.5)	(24,466.9)	(6,082.8)	3,445.6
EPS	(8,263)	(38,112)	(9,475)	5,367
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(2.67)	(0.57)	(1.89)	3.33
PBR	0.22	0.35	0.33	0.30
EV/EBITDA	15.78	(6.59)	19.20	6.39
ROE	(7.97)	(46.90)	(16.21)	9.51
BPS	99,352	63,158	53,725	59,093
DPS	0	0	0	980

목표주가 18,000원, 투자의견 중립 유지

한국전력 목표주가 18,000원과 투자의견 중립을 유지한다. 3분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 원자재 가격 하락이 시차를 두고 실적으로 반영되는 중이다. 올해 하반기 상승한 원가 지표는 2024년에 다소 부정적인 영향을 가져올 여지가 있으나 11월 산업용 전기요금 인상을 통해 해당 부담을 극복하고 일정 부분 실적 개선에 기여가 가능하다. 연결 영업흑자 달성은 긍정적이거나 별도는 손손실이 지속되고 있어 4분기 별도 순이익의 방향성과 규모가 연내 이슈로 부각될 가능성이 높다. 2023년 추정 실적 기준 PBR 0.3배다.

3Q23 영업이익 2.0조원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액은 24.5조원으로 전년대비 23.8% 증가했다. 성수기 전반적인 전력수요 증가 흐름 가운데 주택용 수요가 견조했고 전기요금 상승 영향으로 외형이 성장했다. 영업이익은 2.0조원을 기록하며 전년대비 흑자로 전환되었다. 원자재 가격 하락으로 인한 비용 절감이 흑자 전환의 주요 원인이다. 유연탄 발전소 이용률은 4.8%p 하락했고 원자력 발전소는 2.2%p 상승하며 Mix가 악화되었지만 원재료 단가 하락으로 흑자를 기록했다. 연료비는 6.5조원으로 전년대비 31.9%, 구입전력비는 9.3조원으로 16.5% 감소했다. 유연탄 단가는 점진적으로 하락하고 있어 장기적인 비용 절감 요인이 될 전망이다. 4분기 들어서 SMP가 낮게 형성되고 있는 모습을 감안하면 향후 분기 흑자 기조는 상당 기간 지속될 수 있다.

경계에 걸쳐있는 자본금과 적립금

언론에 따르면 10월 말 기준 사채발행잔액은 약 81.9조원이다. 만약 한전채 발행이 추가로 이뤄지지 않을 것으로 가정하면 한도 6배 기준 기말 자본금과 적립금 합계는 약 13.7조원을 유지해야 한다. 한편 별도 당기손손실은 3분기 연결 흑자에도 불구하고 확대되면서 3분기 누적 기준 7조원을 기록한 상황이다. 자본의 여유가 거의 없는 상황이며 4분기 흑자 기조를 가정하더라도 정산조정계수 등 매크로 지표 바깥의 다른 변수들의 변화가 필요한 상황이다. 만약 4분기마저도 손손실이 일정 부분 확대될 경우 연내 사채발행한도 관련 노이즈가 재차 부각될 수 있고 단기적으로 조기 정상화에 대응하는 방향으로 주가 변동성이 커질 가능성이 높다.



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

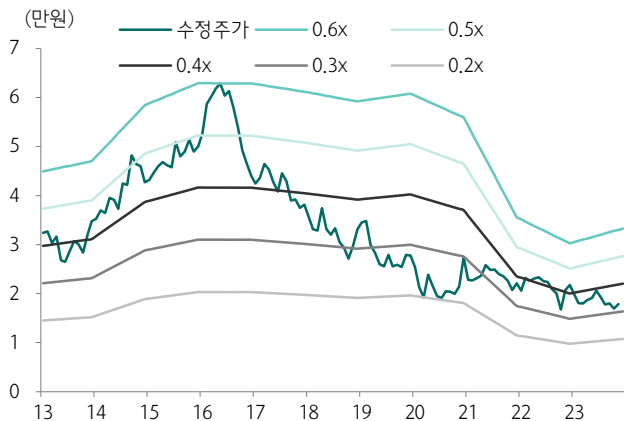
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2022				2023F				3Q23 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
매출액	164,641	155,280	197,730	194,928	215,941	196,225	244,700	218,786	23.8	24.7
전기판매수익	153,784	140,902	184,882	182,422	202,591	183,617	231,641	207,007	25.3	26.2
기타매출	10,857	14,378	12,847	12,506	13,350	12,608	13,059	11,779	1.6	3.6
영업이익	(77,869)	(65,164)	(75,309)	(108,209)	(61,775)	(22,724)	19,966	6,145	흑전	흑전
연료비	76,484	70,799	96,052	103,355	90,830	60,488	65,418	59,933	(31.9)	8.2
구입전력비	105,827	84,142	110,797	119,083	121,709	89,178	92,553	69,912	(16.5)	3.8
기타	60,199	65,503	66,190	80,700	65,177	69,283	66,763	82,795	0.9	(3.6)
세전이익	(81,053)	(68,120)	(81,234)	(108,029)	(68,548)	(29,551)	12,473	(366)	흑전	흑전
순이익	(59,529)	(48,372)	(59,054)	(77,714)	(49,465)	(19,028)	7,939	(275)	흑전	흑전
영업이익률(%)	(47.3)	(42.0)	(38.1)	(55.5)	(28.6)	(11.6)	8.2	2.8	-	-
세전이익률(%)	(49.2)	(43.9)	(41.1)	(55.4)	(31.7)	(15.1)	5.1	(0.2)	-	-
순이익률(%)	(36.2)	(31.2)	(29.9)	(39.9)	(22.9)	(9.7)	3.2	(0.1)	-	-
전력판매(GWh)	143,180	128,979	144,012	131,762	143,210	126,737	145,147	130,473	0.8	14.5
판매단가(원/kWh)	107	109	128	138	141	145	160	159	24.3	10.2
원/달러 환율	1,206	1,260	1,341	1,358	1,276	1,316	1,313	1,330	(2.1)	(0.2)
석탄(천원/톤)	225	278	297	313	268	247	211	193	(28.9)	(14.5)
LNG(천원/톤)	1,417	1,160	1,559	1,984	1,859	1,719	1,121	1,033	(28.1)	(34.8)

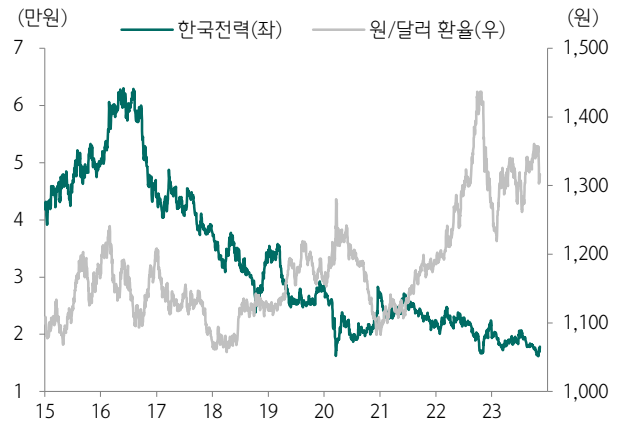
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



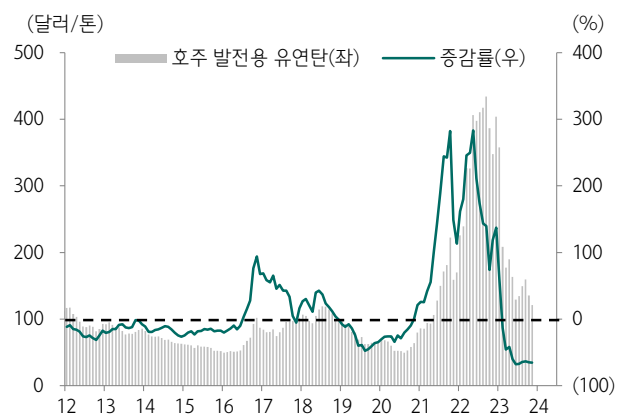
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



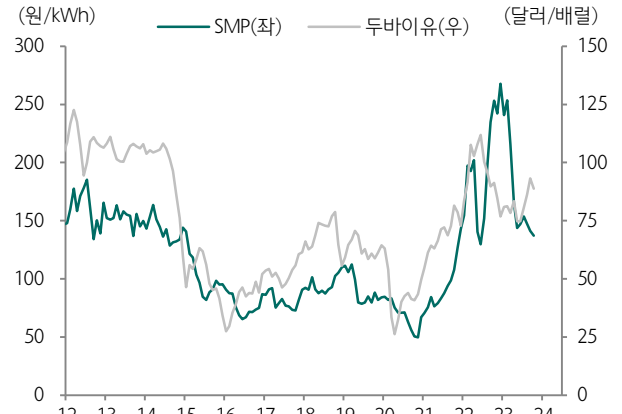
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 가격 (11월 YoY -65.2%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 (10월 SMP YoY -45.9%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	60,673.6	71,257.9	87,565.1	93,891.1	96,086.6
매출원가	63,644.3	100,903.6	89,648.1	81,398.2	83,179.9
매출총이익	(2,970.7)	(29,645.7)	(2,083.0)	12,492.9	12,906.7
판매비	2,875.8	3,009.4	3,755.8	4,637.5	4,843.3
영업이익	(5,846.5)	(32,655.2)	(5,838.8)	7,855.3	8,063.4
금융손익	(1,843.2)	(2,913.5)	(3,881.5)	(4,231.3)	(4,155.7)
종속/관계기업손익	494.6	1,310.4	807.9	610.5	471.5
기타영업외손익	123.5	414.6	313.1	359.6	396.9
세전이익	(7,071.6)	(33,843.6)	(8,599.3)	4,594.1	4,776.2
법인세	(1,856.0)	(9,414.5)	(2,589.4)	1,148.5	1,194.1
계속사업이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(6,009.8)	3,445.6	3,582.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(6,009.8)	3,445.6	3,582.2
비지배주주지분 손이익	88.9	37.7	73.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(5,304.5)	(24,466.9)	(6,082.8)	3,445.6	3,582.2
지배주주지분포괄이익	(4,743.5)	(23,273.2)	(6,028.9)	3,460.1	3,597.2
NOPAT	(4,312.0)	(23,571.2)	(4,080.6)	5,891.5	6,047.6
EBITDA	6,096.0	(20,193.7)	7,185.2	21,006.0	21,352.2
성장성(%)					
매출액증가율	3.59	17.44	22.88	7.22	2.34
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	2.65
EBITDA증가율	(61.01)	적전	흑전	192.35	1.65
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	2.65
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	3.96
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	3.97
수익성(%)					
매출총이익률	(4.90)	(41.60)	(2.38)	13.31	13.43
EBITDA이익률	10.05	(28.34)	8.21	22.37	22.22
영업이익률	(9.64)	(45.83)	(6.67)	8.37	8.39
계속사업이익률	(8.60)	(34.28)	(6.86)	3.67	3.73

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(8,263)	(38,112)	(9,475)	5,367	5,580
BPS	99,352	63,158	53,725	59,093	63,693
CFPS	14,421	(26,867)	14,180	33,665	34,094
EBITDAPS	9,496	(31,456)	11,193	32,721	33,261
SPS	94,512	111,000	136,402	146,256	149,676
DPS	0	0	0	980	960
주가지표(배)					
PER	(2.67)	(0.57)	(1.89)	3.33	3.20
PBR	0.22	0.35	0.33	0.30	0.28
PCFR	1.53	(0.81)	1.26	0.53	0.52
EV/EBITDA	15.78	(6.59)	19.20	6.39	6.19
PSR	0.23	0.20	0.13	0.12	0.12
재무비율(%)					
ROE	(7.97)	(46.90)	(16.21)	9.51	9.09
ROA	(2.56)	(10.97)	(2.55)	1.40	1.44
ROIC	(2.48)	(13.11)	(2.21)	3.16	3.21
부채비율	223.18	459.06	577.66	529.95	490.45
순부채비율	123.16	280.03	349.03	309.21	282.42
이자보상배율(배)	(3.05)	(11.59)	(1.34)	1.81	1.90

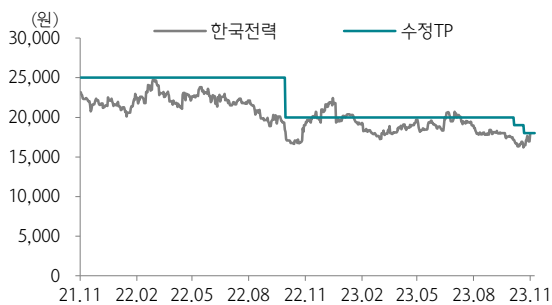
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	22,050.8	29,750.5	31,560.7	33,601.0	33,460.3
금융자산	4,564.5	7,587.5	6,681.4	7,352.0	6,568.0
현금성자산	2,635.2	3,234.8	4,228.5	4,827.5	4,009.9
매출채권	7,539.9	9,504.1	10,667.3	11,257.1	11,534.0
재고자산	7,608.2	9,930.7	11,146.2	11,762.4	12,051.8
기타유동자산	2,338.2	2,728.2	3,065.8	3,229.5	3,306.5
비유동자산	189,072.9	205,054.4	211,574.1	214,123.9	216,164.1
투자자산	10,381.2	12,328.9	13,659.3	14,359.8	14,688.7
금융자산	2,909.8	3,336.8	3,566.7	3,709.1	3,776.1
유형자산	173,134.6	177,865.3	180,587.5	182,579.4	184,411.3
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,056.3	913.8	793.0
기타비유동자산	4,407.4	13,803.4	16,271.0	16,270.9	16,271.1
자산총계	211,123.7	234,805.0	243,134.8	247,725.0	249,624.4
유동부채	31,732.2	44,518.6	50,704.2	48,969.2	46,563.3
금융부채	14,620.7	23,318.0	27,437.6	24,478.5	21,497.7
매입채무	4,780.3	7,529.9	8,451.5	8,918.7	9,138.2
기타유동부채	12,331.2	13,670.7	14,815.1	15,572.0	15,927.4
비유동부채	114,064.8	148,286.2	156,551.9	159,431.5	160,783.8
금융부채	70,397.4	101,883.2	104,469.6	104,469.6	104,469.6
기타비유동부채	43,667.4	46,403.0	52,082.3	54,961.9	56,314.2
부채총계	145,797.0	192,804.7	207,256.1	208,400.7	207,347.1
지배주주지분	63,780.3	40,545.4	34,489.6	37,935.3	40,888.3
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,074.9	2,112.3	2,128.2	2,128.2	2,128.2
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(57.6)	497.0	632.9	632.9	632.9
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	15,223.8	18,669.4	21,622.5
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,389.0	1,389.0	1,389.0
자본총계	65,326.7	42,000.3	35,878.6	39,324.3	42,277.3
순금융부채	80,453.6	117,613.7	125,225.9	121,596.1	119,399.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	4,491.4	(23,477.5)	6,287.1	19,452.8	18,212.4
당기순이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(6,009.8)	3,445.6	3,582.2
조정	12,019.7	4,464.2	10,350.1	13,150.7	13,288.7
감가상각비	11,942.5	12,461.4	13,024.0	13,150.6	13,288.8
외환거래손익	997.1	523.3	573.5	0.0	0.0
지분법손익	(494.6)	(1,310.4)	(485.5)	0.0	0.0
기타	(425.3)	(7,210.1)	(2,761.9)	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(2,312.7)	(3,512.6)	1,946.8	2,856.5	1,341.5
투자활동 현금흐름	(12,372.5)	(14,953.8)	(13,507.1)	(15,772.1)	(15,362.6)
투자자산감소(증가)	(1,738.0)	(1,979.8)	(1,331.0)	(700.5)	(329.0)
자본증가(감소)	(12,408.7)	(11,717.0)	(14,575.0)	(15,000.0)	(15,000.0)
기타	1,774.2	(1,257.0)	2,398.9	(71.6)	(33.6)
재무활동 현금흐름	8,435.1	38,997.9	6,005.2	(2,959.1)	(3,609.9)
금융부채증가(감소)	10,307.3	40,183.2	6,706.0	(2,959.1)	(2,980.8)
자본증가(감소)	7.0	37.5	15.8	0.0	0.0
기타재무활동	(1,053.7)	(1,167.0)	(716.6)	0.0	0.0
배당지급	(825.5)	(55.8)	0.0	0.0	(629.1)
현금의 증감	605.7	599.5	1,032.6	599.0	(817.6)
Unlevered CFO	9,257.5	(17,247.7)	9,103.0	21,611.4	21,887.3
Free Cash Flow	(8,195.3)	(35,824.4)	(8,464.5)	4,452.8	3,212.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
23.11.3	Neutral	18,000		
23.10.18	Neutral	19,000	-12.60%	-10.95%
23.10.12	1년 경과		-	-
22.10.12	Neutral	20,000	-5.51%	12.25%
22.4.29	1년 경과		-	-
21.4.29	Neutral	25,000	-6.62%	8.60%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 11일