

한국전력 (015760/KS)

4Q23 Review: 턴어라운드, 상반기도 좋다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 30,000 원(상향)

현재주가: 23,550 원

상승여력: 27.4%



Analyst
나민식, CFA

minsik@sk.com
02-3773-9503

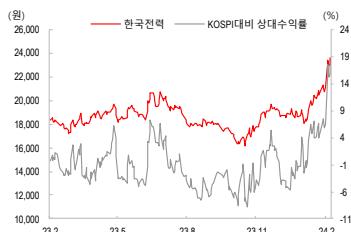
Company Data

발행주식수	64,196 만주
시가총액	15,118 십억원
주요주주	
한국산업은행(외2)	51.14%
국민연금공단	6.59%

Stock Data

주가(24/02/23)	23,550 원
KOSPI	2,667.70pt
52주 최고가	23,550 원
52주 최저가	16,190 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: 영업이익 1.8 조원(흑자전환)

4Q23 매출액 22.5 조원(YoY +15.5%), 영업이익 1.8 조원(흑자전환, OPM 8.4%)를 기록했다. 매출액은 전기요금 인상의 효과로 외형성장이 이어지고 있다. 4Q23 평균 전력판매단가는 158 원/kWh(YoY +18.5%)으로 상승했다. 반대로 제조업 경기침체 하락으로 전력판매량은 131TWh(YoY -0.7%)를 기록했다. 국제에너지가격 하향 안정화 영향으로 전력조달단가는 141 원/kWh(YoY -31.5%)으로 하락했다. 요약하면 전기요금 인상 및 연료비 안정화에 따라서 흑자전환에 성공했다.

24 년 상반기까지 영업이익 개선 가시성 높음

① 국제에너지가격 하향안정화에 따라서 24 년 상반기까지 한국전력 전력조달단가 역시 하향안정화 될 가능성이 높다고 판단한다. 23 년 하반기부터 천연가스(JKM) 10 달러/mmbtu 수준까지 하락했다. 이 영향으로 SMP 역시 130 원/kWh 수준에서 하향된 상황이다. 24 년 상반기 동사의 전력구매비 하락으로 이어질 가능성이 높다고 생각한다. ② 또한 24 년에는 신규원전 가동으로 발전믹스 개선이 기대된다. 24 년 4 월 신한울 2 호기가 상업운전에 들어갈 예정이며, 24 년 10 월 세울 3 호기가 준공을 앞두고 있다. 원전 발전단가가 6~10 원/kWh(vs. 석탄발전소 70~140 원/kWh) 수준임을 감안하면 동사의 연료비에도 부담을 덜어줄 수 있을 것으로 판단한다.

공공기관 주주가치항목 추가 영향

2 월 19 일 유틸리티 공공기관 경영평가 항목에서 주주가치 제고를 추가할 예정이라는 뉴스가 발표되면서 주가가 상승했다. 그러나 지난 3 년동안 영업적자를 기록하면서 재무구조가 악화되었다. 부채비율은 21년 223% → 22년 459% → 23년 543%를 기록했다. 구체적으로 주주환원 및 목표 재무구조가 발표되지 않은 상황이지만, 구체화 될 경우 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 생각한다. 이를 반영하여 목표주가를 기존 21,000 원에서 30,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	58,569	60,674	71,258	88,205	91,316	93,390
영업이익	십억원	4,086	-5,846	-32,655	-4,567	8,126	3,419
순이익(지배주주)	십억원	1,991	-5,305	-24,467	-5,098	3,703	795
EPS	원	3,102	-8,263	-38,112	-7,941	5,768	1,239
PER	배	8.8	N/A	N/A	N/A	4.1	19.0
PBR	배	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	5.7	15.8	N/A	15.5	6.7	9.9
ROE	%	2.9	-8.0	-46.9	-13.4	9.8	2.0

Valuation Table

구분	단위	변경 후	변경 전	비고
BPS (24년)	(원)	61,459	51,341	추정치 상향
Target PBR	(배)	0.5	0.4	
목표주가	(원)	30,000	21,000	
전일종가	(원)	23,550	17,870	
상승여력	%	+27.4%	+17.5	

자료: 한국전력, SK 증권

실적추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	16,464	15,528	19,773	19,493	21,594	19,622	24,470	22,519	23,419	21,433	24,374	22,090
YoY	9.2%	14.9%	20.1%	24.8%	31.2%	26.4%	23.8%	15.5%	8.5%	9.2%	-0.4%	-1.9%
전력판매	15,809	14,242	18,383	17,597	20,982	18,438	23,292	20,714	22,894	20,260	23,203	20,921
기타	655	1,286	1,390	1,896	612	1,185	1,178	1,805	526	1,173	1,170	1,169
영업비용	24,251	22,044	27,304	30,314	27,772	21,895	22,473	20,633	21,643	20,196	21,008	20,343
연료비	7,648	7,080	9,396	10,154	9,074	5,409	6,542	5,303	5,848	5,066	5,921	5,543
전력구입비	10,583	8,414	11,080	11,840	12,171	8,918	9,255	7,960	7,364	6,556	7,530	7,069
감가상각비	2,697	2,717	2,713	2,658	2,813	2,834	2,902	2,766	3,045	2,786	3,169	2,872
기타비용	3,323	3,833	4,115	5,661	3,714	4,735	3,774	4,604	5,386	5,787	4,387	4,860
영업이익	-7,787	-6,516	-7,531	-10,821	-6,178	-2,272	1,997	1,886	1,776	1,238	3,366	1,746
YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	68.6%	-7.4%
영업이익률	-47.3%	-42.0%	-38.1%	-55.5%	-28.6%	-11.6%	8.2%	8.4%	7.6%	5.8%	13.8%	7.9%
순이익	-5,926	-4,836	-5,884	-7,783	-4,911	-1,904	833	1,005	695	320	2,037	835
순이익률(%)	-36.0%	-31.1%	-29.8%	-39.9%	-22.7%	-9.7%	3.4%	4.5%	3.0%	1.5%	8.4%	3.8%

자료: 한국전력, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,051	29,751	38,863	35,764	29,228
현금및현금성자산	2,635	3,235	10,121	7,514	568
매출채권 및 기타채권	8,062	10,396	12,010	11,781	11,971
재고자산	7,608	9,931	11,472	11,254	11,436
비유동자산	189,073	205,054	208,330	213,393	222,364
장기금융자산	2,931	3,535	3,901	3,846	3,892
유형자산	173,135	177,865	176,491	181,942	190,817
무형자산	1,150	1,057	1,024	889	774
자산총계	211,124	234,805	247,193	249,157	251,591
유동부채	31,732	44,519	51,017	50,070	50,858
단기금융부채	14,621	23,318	26,938	26,425	26,852
매입채무 및 기타채무	6,317	9,663	13,374	13,119	13,331
단기충당부채	1,141	1,083	1,251	1,227	1,247
비유동부채	114,065	148,286	158,990	158,015	158,826
장기금융부채	70,397	101,883	105,695	105,695	105,695
장기매입채무 및 기타채무	2,175	2,092	2,106	2,106	2,106
장기충당부채	22,501	26,365	30,457	29,877	30,360
부채총계	145,797	192,805	210,007	208,085	209,684
지배주주지분	63,780	40,545	35,752	39,455	40,250
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,075	2,112	2,128	2,128	2,128
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	45,258	21,431	16,282	19,985	20,780
비지배주주지분	1,546	1,455	1,434	1,618	1,657
자본총계	65,327	42,000	37,186	41,072	41,907
부채와자본총계	211,124	234,805	247,193	249,157	251,591

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	6,208	-21,209	13,820	15,210	12,776
당기순이익(손실)	-5,216	-24,429	-4,978	3,886	835
비현금성항목등	14,473	7,181	15,784	18,617	15,891
유형자산감가상각비	11,776	12,305	12,947	12,149	11,025
무형자산상각비	166	156	161	135	115
기타	2,531	-5,280	2,676	6,333	4,751
운전자본감소(증가)	-2,313	-3,513	4,897	-962	800
매출채권및기타채권의감소(증가)	653	-1,829	-1,331	229	-190
재고자산의감소(증가)	-1,738	-3,001	-2,370	218	-182
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,574	2,844	1,581	-255	212
기타	-2,802	-1,527	7,017	-1,154	960
법인세납부	-737	-449	-792	-1,096	-145
투자활동현금흐름	-12,161	-14,704	-10,341	-17,323	-20,133
금융자산의감소(증가)	-5	-299	-171	25	-21
유형자산의감소(증가)	-12,409	-11,717	-10,011	-17,600	-19,900
무형자산의감소(증가)	-113	-80	-128	0	-0
기타	366	-2,608	-31	252	-212
재무활동현금흐름	6,328	36,058	13,257	-513	427
단기금융부채의증가(감소)	1,621	5,852	-4,755	-513	427
장기금융부채의증가(감소)	7,460	32,779	21,206	0	0
자본의증가(감소)	7	37	15	0	0
배당금지급	-826	-56	-51	0	0
기타	-1,934	-2,554	-3,158	0	0
현금의 증가(감소)	606	600	6,886	-2,607	-6,946
기초현금	2,030	2,635	3,235	10,121	7,514
기말현금	2,635	3,235	10,121	7,514	568
FCF	-6,201	-32,926	3,810	-2,390	-7,124

자료 : 한국전력, SK증권 추정

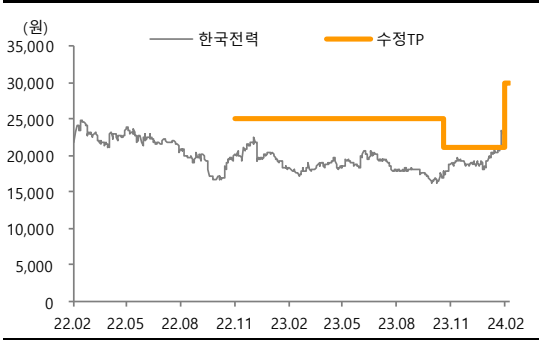
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	60,674	71,258	88,205	91,316	93,390
매출원가	63,644	100,904	89,932	80,444	87,001
매출총이익	-2,971	-29,646	-1,727	10,873	6,389
매출총이익률(%)	-4.9	-41.6	-2.0	11.9	6.8
판매비와 관리비	2,876	3,009	2,841	2,747	2,970
영업이익	-5,846	-32,655	-4,567	8,126	3,419
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-5.2	8.9	3.7
비영업손익	-1,225	-1,188	-2,707	-3,144	-2,440
순금융손익	-1,693	-2,478	-4,097	-5,261	-4,631
외환관련손익	-1,084	-904	-720	-423	-351
관계기업등 투자손익	495	1,310	845	822	821
세전계속사업이익	-7,072	-33,844	-7,274	4,982	979
세전계속사업이익률(%)	-11.7	-47.5	-8.2	5.5	1.0
계속사업법인세	-1,856	-9,415	-2,297	1,096	145
계속사업이익	-5,216	-24,429	-4,978	3,886	835
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-5,216	-24,429	-4,978	3,886	835
순이익률(%)	-8.6	-34.3	-5.6	4.3	0.9
지배주주	-5,305	-24,467	-5,098	3,703	795
지배주주귀속 순이익률(%)	-8.7	-34.3	-5.8	4.1	0.9
비지배주주	89	38	120	183	39
총포괄이익	-4,616	-23,182	-4,677	3,886	835
지배주주	-4,744	-23,273	-4,804	3,721	799
비지배주주	128	91	127	166	36
EBITDA	6,096	-20,194	8,540	20,410	14,558

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	3.6	17.4	23.8	3.5	2.3
영업이익	적전	적지	적지	흑전	-57.9
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	-80.3
EBITDA	-61.0	적전	흑전	139.0	-28.7
EPS	적전	적지	적지	흑전	-78.5
수익성 (%)					
ROA	-2.5	-11.0	-2.1	1.6	0.3
ROE	-8.0	-46.9	-13.4	9.8	2.0
EBITDA마진	10.0	-28.3	9.7	22.4	15.6
안정성 (%)					
유동비율	69.5	66.8	76.2	71.4	57.5
부채비율	223.2	459.1	564.7	506.6	500.4
순차입금/자기자본	123.2	280.0	318.4	293.4	305.1
EBITDA/이자비용(배)	3.2	-7.2	1.9	3.6	2.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-8,263	-38,112	-7,941	5,768	1,239
BPS	99,352	63,158	55,692	61,459	62,698
CFPS	10,340	-18,701	12,476	24,903	18,591
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	N/A	N/A	4.1	19.0
PBR	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
PCR	2.1	-1.2	1.5	0.9	1.3
EV/EBITDA	15.8	N/A	15.5	6.7	9.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.02.25	매수	30,000원	6개월		
2023.11.14	매수	21,000원	6개월	-7.52%	12.14%
2022.11.25	매수	25,000원	6개월	-24.65%	-10.20%



Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 25일 기준)

매수	94.71%	중립	5.29%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------