

2023. 10. 10



▲ 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 (10.6)** **17,560 원**

**상승여력** **59.5%**

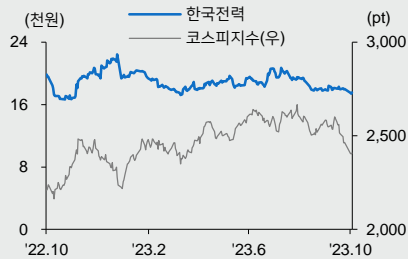
KOSPI	2,408.73pt
시가총액	112,729억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.14%
외국인비중	14.35%
52주 최고/최저가	22,450원/16,650원
평균거래대금	183.8억원

**주요주주(%)**

한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-3.1	-10.2
상대주가	4.7	-1.1	-16.6

**주가그래프**



# 한국전력 015760

## 3Q23 Preview: 요금 인상 초읽기 진입

- ✓ 3Q23 연결 영업이익은 2.1조원을 기록하며 컨센서스(1.6조원)을 상회 전망
- ✓ 어려워 보였던 요금 인상론. 불안한 국제 유가에 힘을 얻는 중
- ✓ 10원~26원 사이의 인상안이 제시. 한전채 발행 한도 감안 시 추가 인상 필요
- ✓ 총선을 생각하면 일단 보수적인 접근이 맞으나, 소폭의 인상은 충분히 가능
- ✓ 잃을 것 없는 자리. 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원을 유지

### 3분기 실적 기대대로 흑전

3Q23 연결 영업이익은 2.1조원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(1.6조원)를 상회하고 10개 분기만에 흑자 전환을 기록할 전망이다. 계절적 요인으로 인한 평가 상승(+10.6% QoQ)이외에도 SMP의 하락(-3.2% QoQ)과 원전 발전량 상승(+9.0% QoQ) 등이 관찰되고 있다. 4Q23에도 흑자 유지(7,269억원)가 가능해보인다.

### 총선 전 어려워 보였던 요금 인상론. 불안한 국제 유가에 힘을 얻는 중

오랜만의 흑전에도 불구하고 요금 인상론이 힘을 얻고 있다. 사우디 감산, 이스라엘-하마스 전쟁으로 인해 유가 변동성이 높아지고 있기 때문이다. WTI가 100달러 이상으로 상승한다면 재차 적자 전환이 예상된다. 문제는 2024년 말부터는 한전채 발행으로 적자를 감당할 수 없다는 것이다. 2022년 12월 한전채 발행 한도를 이미 늘린 상황에서 또 한번의 법 개정도 쉽지 않은 선택이다. 25.9원/kWh 인상론(한국전력 사장 언급), 10원/kWh+(일부 언론 언급) 인상론이 제시되고 있다. 물론 다가오는 총선을 생각하면 일단 보수적으로 접근하는 게 맞지만, 소폭의 인상은 충분히 가능하다. 만약 한전 추가 자구책 발표, 당정 협이가 선행된다면 요금 인상에 힘이 실리게 되며, 이후에는 적극적인 투자 의사 결정이 필요할 것이다. 요금 인상은 국감 종료(10월 26일) 이후 11월 중순에 결론이 날 것으로 예상된다. 한국 전기 요금은 OECD 평균의 절반에 불과하고, 재생에너지 확대를 위해서도 꼭 필요하다

### 잃을 것 없는 자리. 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원을 유지

근 3개월 동안 유가 및 원가 상승 우려에 주가가 조정 받았으나, 이로 인한 요금 인상 기대감은 반영은 반영되지 않았다. 방어주로서의 매력에도 주목한다.

(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	87,890.6	-5,598.8	-5,546.5	-8,640	적지	54,561	-2.0	0.3	17.9	-14.7	540.1
2024E	91,030.4	5,582.9	1,746.7	2,721	흑전	57,282	6.5	0.3	7.0	4.9	511.0
2025E	89,663.6	5,929.7	1,826.1	2,845	4.5	60,126	6.2	0.3	6.9	4.8	491.1

**표1 한국전력 3Q23 Preview**

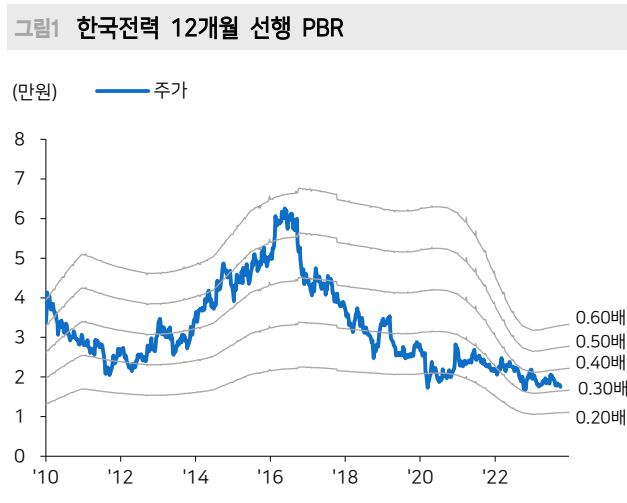
(십억원)	3Q23E	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	24,486.3	19,773.0	23.8	19,622.5	24.8	23,621.1	3.7
영업이익	2,124.3	-7,530.9	흑전	-2,272.4	흑전	1,581.2	34.3
세전이익	1,515.0	-8,123.4	흑전	-2,955.1	흑전	976.1	55.2
지배순이익	1,087.4	-5,905.4	흑전	-1,902.8	흑전	747.0	45.6

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

**표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역**

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	88,180.9	91,478.7	87,890.6	91,030.4	-0.3%	-0.5%
영업이익	-5,847.4	7,152.7	-5,598.8	5,582.9	적축	-21.9%
영업이익률	-6.6%	7.8%	-6.4%	6.1%	0.3%p	-1.7%p
당기순이익	-5,446.2	3,010.4	-5,499.6	1,764.4	적확	-41.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

**표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망**

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>주요 가정</b>												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.3	77.8	88.0	90.0	69.3	96.4	84.0	87.5
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	147.0	144.5	93.9	196.8	170.0	153.2
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	182.0	179.5	114.6	243.1	214.6	193.2
원전이용률(%)	87.5	84.1	89.1	83.3	85.0	79.8	86.0	87.0	77.6	86.0	84.5	84.0
석탄이용률(%)	58.7	51.6	64.9	55.1	54.8	47.2	58.0	55.0	59.9	57.6	53.8	53.8
전력 판매단가(원/kWh)	110.4	110.4	127.6	133.6	146.5	145.5	160.9	154.7	108.0	120.5	151.9	155.9
<b>실적 전망</b>												
<b>연결 매출</b>	<b>16,464.1</b>	<b>15,528.0</b>	<b>19,773.0</b>	<b>19,492.8</b>	<b>21,594.0</b>	<b>19,622.5</b>	<b>24,486.3</b>	<b>22,187.8</b>	<b>60,673.6</b>	<b>71,257.9</b>	<b>87,890.6</b>	<b>91,030.4</b>
매출액 증가율(% YoY)	9.2	14.9	20.1	24.8	31.2	26.4	23.8	13.8	3.6	17.4	23.3	3.6
매출원가	23,602.8	21,275.0	26,602.0	29,423.7	27,080.0	21,169.1	21,609.9	20,552.6	63,644.3	100,903.6	90,411.5	82,251.6
연료비	7,648.4	7,079.9	9,605.2	10,335.5	9,083.0	6,048.8	7,406.3	6,315.5	19,407.6	34,669.0	28,853.6	26,091.6
구입전력비	10,582.7	8,414.2	11,079.7	11,840.5	12,170.9	8,917.8	8,136.0	6,832.5	21,632.1	41,917.1	36,057.2	30,285.7
감가상각비	3,050.9	3,042.6	3,082.6	2,955.0	3,165.1	3,162.1	3,181.8	3,182.3	11,631.6	12,131.1	12,691.3	12,761.3
인건비	1,301.9	1,319.5	1,363.0	1,399.1	1,317.3	1,219.7	1,376.7	1,413.1	5,343.2	5,383.5	5,326.8	5,433.3
수선비 및 기타	1,018.9	1,418.9	1,471.5	2,893.6	1,343.7	1,820.7	1,509.1	2,809.3	5,629.8	6,802.9	7,482.7	7,679.7
매출총이익	-7,138.8	-5,747.0	-6,829.1	-9,930.9	-5,486.0	-1,546.6	2,876.4	1,635.2	-2,970.7	-29,645.7	-2,521.0	8,778.7
매출총이익률(%)	-43.4	-37.0	-34.5	-50.9	-25.4	-7.9	11.7	7.4	-4.9	-41.6	-2.9	9.6
판관비	648.2	769.4	701.9	890.0	691.6	725.8	752.1	908.3	2,875.8	3,009.4	3,077.8	3,195.8
판관비율(%)	3.9	5.0	3.5	4.6	3.2	3.7	3.1	4.1	4.7	4.2	3.5	3.5
<b>영업이익</b>	<b>-7,786.9</b>	<b>-6,516.3</b>	<b>-7,530.9</b>	<b>-10,820.9</b>	<b>-6,177.6</b>	<b>-2,272.4</b>	<b>2,124.3</b>	<b>726.9</b>	<b>-5,846.5</b>	<b>-32,655.2</b>	<b>-5,598.8</b>	<b>5,582.9</b>
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	8.7	3.3	-9.6	-45.8	-6.4	6.1
금융손익	-641.9	-687.4	-942.2	-642.0	-1,000.6	-943.0	-1,444.0	-1,735.3	-1,843.2	-2,913.5	-5,122.9	-5,141.4
기타손익	16.2	117.3	5.5	275.6	81.9	16.3	609.4	1,077.5	123.5	414.6	1,785.2	1,171.0
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
<b>세전이익</b>	<b>-8,105.3</b>	<b>-6,812.0</b>	<b>-8,123.4</b>	<b>-10,803.0</b>	<b>-6,854.8</b>	<b>-2,955.1</b>	<b>1,515.0</b>	<b>300.2</b>	<b>-7,071.6</b>	<b>-33,843.6</b>	<b>-7,994.8</b>	<b>2,433.6</b>
<b>연결 당기순이익</b>	<b>-5,925.9</b>	<b>-4,835.8</b>	<b>-5,884.2</b>	<b>-7,783.2</b>	<b>-4,911.2</b>	<b>-1,904.4</b>	<b>1,098.3</b>	<b>217.6</b>	<b>-5,215.6</b>	<b>-24,429.1</b>	<b>-5,499.6</b>	<b>1,764.4</b>
당기순이익률(%)	-36.0	-31.1	-29.8	-39.9	-22.7	-9.7	4.5	1.0	-8.6	-34.3	-6.3	1.9
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	1,087.4	215.4	-5,304.5	-24,466.9	-5,546.5	1,746.7

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

## 한국전력 (015760)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>60,673.6</b>	<b>71,257.9</b>	<b>87,890.6</b>	<b>91,030.4</b>	<b>89,663.6</b>
매출액증가율(%)	3.6	17.4	23.3	3.6	-1.5
매출원가	63,644.3	100,903.6	90,411.5	82,251.7	80,440.2
매출총이익	-2,970.7	-29,645.7	-2,521.0	8,778.7	9,223.4
판매관리비	2,875.8	3,009.4	3,077.8	3,195.8	3,293.7
<b>영업이익</b>	<b>-5,846.5</b>	<b>-32,655.2</b>	<b>-5,598.8</b>	<b>5,582.9</b>	<b>5,929.7</b>
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-6.4	6.1	6.6
금융손익	-1,843.2	-2,913.5	-5,122.9	-5,141.4	-4,254.9
중속/관계기업손익	494.6	1,310.4	941.7	821.0	851.8
기타영업외손익	123.5	414.6	1,785.2	1,171.0	17.6
세전계속사업이익	-7,071.6	-33,843.6	-7,994.8	2,433.6	2,544.3
법인세비용	-1,856.0	-9,414.5	-2,495.2	669.2	699.7
<b>당기순이익</b>	<b>-5,215.6</b>	<b>-24,429.1</b>	<b>-5,499.6</b>	<b>1,764.4</b>	<b>1,844.6</b>
지배주주지분 손이익	-5,304.5	-24,466.9	-5,546.5	1,746.7	1,826.1

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>22,050.9</b>	<b>29,750.6</b>	<b>22,614.0</b>	<b>22,321.6</b>	<b>25,384.2</b>
현금및현금성자산	2,635.2	3,234.8	1,910.5	1,359.0	2,931.7
매출채권	7,539.9	9,504.1	8,750.9	8,889.4	8,771.6
재고자산	7,608.2	9,930.7	8,951.3	9,093.0	8,972.5
<b>비유동자산</b>	<b>189,072.9</b>	<b>205,054.5</b>	<b>210,304.9</b>	<b>210,806.0</b>	<b>211,028.5</b>
유형자산	173,134.6	177,865.3	179,049.5	179,314.2	179,679.7
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,146.1	1,179.0	1,209.0
투자자산	10,381.2	12,328.9	13,838.3	14,041.8	13,868.8
<b>자산총계</b>	<b>211,123.7</b>	<b>234,805.0</b>	<b>232,919.0</b>	<b>233,127.7</b>	<b>236,412.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>31,732.2</b>	<b>44,518.6</b>	<b>43,335.8</b>	<b>44,690.8</b>	<b>49,410.5</b>
매입채무	4,780.3	7,529.9	5,419.7	5,505.5	5,432.6
단기차입금	2,820.6	8,820.4	7,311.1	8,311.1	8,311.1
유동성장기부채	11,109.3	13,838.6	13,114.5	13,114.5	20,096.9
<b>비유동부채</b>	<b>114,064.8</b>	<b>148,286.2</b>	<b>153,194.3</b>	<b>150,283.7</b>	<b>147,004.5</b>
사채	64,221.2	94,969.1	95,207.9	91,425.9	88,390.9
장기차입금	2,278.5	2,977.3	3,058.0	3,182.1	3,311.3
<b>부채총계</b>	<b>145,797.0</b>	<b>192,804.7</b>	<b>196,530.1</b>	<b>194,974.5</b>	<b>196,414.9</b>
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
기타포괄이익누계액	-57.6	497.0	632.9	632.9	632.9
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	15,760.2	17,506.9	19,333.0
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,362.8	1,380.5	1,398.9
<b>자본총계</b>	<b>65,326.7</b>	<b>42,000.3</b>	<b>36,388.8</b>	<b>38,153.2</b>	<b>39,997.8</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,491.4</b>	<b>-23,477.5</b>	<b>11,185.0</b>	<b>15,421.2</b>	<b>12,694.1</b>
당기순이익(손실)	-5,215.6	-24,429.1	-5,499.6	1,764.4	1,844.6
유형자산상각비	11,776.3	12,305.3	12,908.9	13,021.7	13,053.7
무형자산상각비	166.2	156.2	166.8	169.4	174.4
운전자본의 증감	-2,312.7	-3,512.6	6,503.4	773.2	-2,356.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-12,372.5</b>	<b>-14,953.8</b>	<b>-10,292.7</b>	<b>-13,326.7</b>	<b>-15,187.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-12,686.7	-12,346.9	-13,263.6	-13,286.4	-13,419.2
투자자산의감소(증가)	-1,738.0	-1,979.8	-1,510.0	-203.5	173.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>8,435.1</b>	<b>38,997.9</b>	<b>-2,236.4</b>	<b>-2,646.0</b>	<b>4,066.5</b>
차입금의 증감	10,307.3	40,183.2	-1,535.7	-2,646.0	4,066.5
자본의 증가	7.0	37.5	15.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	605.7	599.5	-1,324.3	-551.5	1,572.6
기초현금	2,029.6	2,635.2	3,234.8	1,910.5	1,359.0
기말현금	2,635.2	3,234.8	1,910.5	1,359.0	2,931.7

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	94,512	111,000	136,909	141,800	139,671
EPS(지배주주)	-8,263	-38,113	-8,640	2,721	2,845
CFPS	14,421	-26,867	15,167	30,501	31,197
EBITDAPS	9,496	-31,456	11,647	29,245	29,843
BPS	99,352	63,158	54,561	57,282	60,126
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-2.7	-0.6	-2.0	6.5	6.2
PCR	1.5	-0.8	1.2	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	7,476.9	18,774.0	19,157.9
EV/EBITDA	15.8	-6.6	17.9	7.0	6.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-8.0	-46.9	-14.7	4.9	4.8
EBITDA 이익률	10.0	-28.3	8.5	20.6	21.4
부채비율	223.2	459.1	540.1	511.0	491.1
금융비용부담률	3.2	4.0	5.1	5.0	4.9
이자보상배율(x)	-3.1	-11.6	-1.2	1.2	1.3
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	9.6	10.3	10.2
재고자산회전율(x)	8.5	8.1	9.3	10.1	9.9

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국전력 (015760) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

