



한국전력 (015760)

[1Q23 Review] 적자 탈피 필요

Buy(유지)

목표주가 27,000원, 현재 주가(5/12): 19,700원

Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 조정현 controlh@hanwha.com 3772-7509

1Q23 Review: 영업이익, 시장 컨센서스 17% 하회

- 1분기 매출액은 21.6조 원(YoY +31.2%), 영업적자는 6.2조 원(YoY 20.7% 적자축소)을 기록. 매출액은 시장 컨센서스에 부합, 영업이익과 지배주주순이익은 각각 16.6%, 14.6% 하회.
- 총 매출액이 큰 폭의 성장을 기록한 것은 전기판매량 증가가 없었음에도 불구하고 판매단가가 32.7%(5.1조 원) 늘어난 영향. 매출원가 및 판매비는 전년동기대비 14.5%(3.5조 원) 늘어났는데, 이 중 연료비(+18.8%, 1.4조 원)와 구입 전력비(+15.0%, +1.6조 원) 증가가 주요 했음. 한편, 이자비용은 전년동기 대비 두 배 가량 늘어난 1.05조 원을 기록.
- 2분기 영업적자 축소 이후 하반기 흑자전환 전망. 1) 주요 에너지 가격 하락(ex. JKM 기준 '22년 말 29달러 → 현재 11달러)이 지속되는 가운데 2) SMP 하락이 확인(4Q22 254원 → 1Q23 237원 → 4월 165원)되고 있으며, 3) 원전 이용률 증가 및 하반기 신규원전 가동으로 원전발전비중이 점차 늘어날 것을 예상되기 때문.
- 2026년까지 25조 원 이상 재무 개선을 추진하겠다는 내용이 담긴 자구안을 발표(5/12). 지난해 발표한 재정건전화 방안 대비 5.6조 원 가량 늘어난 규모며, 임금 동결, 인력 조정, 비용절감, 자산 매각(서울 여의도 남서울본부 매각 추진) 등이 담겨있음. 이와 함께 그간 미뤄왔던 전기요금 인상의 가능성에 더욱 무게가 실리는 상황.

정상화에 대한 가시성 높여줄 필요

- 투자 의견 BUY와 목표주가 27,000원 유지. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 약 0.5배('24년 예상 ROE 10%)를 적용해 산출. 하반기 실적에 대한 긍정적 전망에도 불구하고 여전히 연간 적자 탈피가 불가능하고, 최근 늘어난 차입금(121조 원)과 이에 따른 이자비용 부담(연간 4조 원 이상) 등을 고려하면 조속한 전기요금 인상을 통해 한전 정상화에 대한 가시성을 높여줄 필요가 있다고 판단. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.39배 수준.

[표1] 한국전력 2023년 1분기 실적

(단위: 십억 원)

	1Q22	4Q22	1Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	16,464	19,493	21,594	21,448	21,727	31.2%	10.8%	0.7%	-0.6%
영업이익	-7,787	-10,821	-6,178	-6,522	-5,299	적자축소	적자축소	적자축소	적자확대
지배주주순이익	-5,953	-7,771	-4,947	-5,577	-4,315	적자축소	적자축소	적자축소	적자확대
영업이익률	-47.3%	-55.5%	-28.6%	-30.4%	-24.4%	18.7%P	26.9%P	1.8%P	-4.2%P
순이익률	-36.2%	-39.9%	-22.9%	-26.0%	-19.9%	13.2%P	17.0%P	3.1%P	-3.0%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

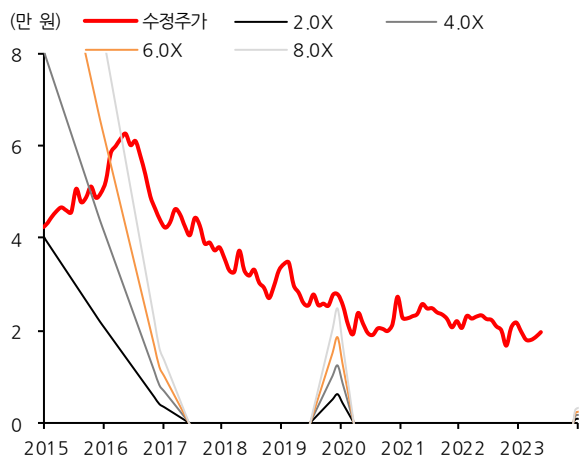
[표2] 한국전력의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	16,464	15,528	19,773	19,493	21,594	20,294	23,726	22,058	60,674	71,258	87,671	91,680
YoY(%)	9.2	14.9	20.1	25.6	31.2	30.7	20.0	13.2	3.4	17.6	23.0	4.6
전기판매수익	15,378	14,090	18,488	18,242	20,259	18,883	22,363	20,740	57,210	66,199	82,245	86,087
기타매출	1,086	1,438	1,285	1,265	1,335	1,410	1,363	1,318	3,365	5,073	5,426	5,593
매출원가/판매비	24,251	22,044	27,304	30,314	27,772	21,858	21,118	21,451	66,520	103,913	92,198	83,618
연료비	7,648	7,080	9,605	10,336	9,083	7,079	6,911	6,142	19,408	34,669	29,215	24,397
구입전력비	10,583	8,414	11,080	11,841	12,171	7,845	7,222	6,720	21,632	41,917	33,957	28,607
감가상각비	2,697	2,717	2,713	2,659	2,813	2,841	2,813	2,785	10,384	10,785	11,253	11,462
기타	3,323	3,833	3,907	5,441	3,704	4,093	4,171	5,804	10,989	12,267	13,331	14,530
영업이익	-7,787	-6,516	-7,531	-10,821	-6,178	-1,564	2,608	607	-5,846	-32,655	-4,527	8,062
YoY(%)	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환
영업이익률(%)	-47.3	-42.0	-38.1	-55.5	-28.6	-7.7	11.0	2.8	-9.7	-45.8	-5.2	8.8
영업외손익	-318	-296	-592	18	-627	-586	-1,003	-1,073	-1,225	-1,188	-3,289	-3,121
세전이익	-8,105	-6,812	-8,123	-10,803	-6,805	-2,150	1,605	-466	-7,072	-33,844	-7,816	4,941
순이익	-5,926	-4,836	-5,884	-7,783	-4,861	-1,570	1,172	-340	-5,216	-24,429	-5,599	3,582
YoY(%)	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환
순이익률(%)	-36.0	-31.1	-29.8	-39.9	-22.7	-7.7	4.9	-1.5	-8.6	-34.3	-6.4	3.9
지배주주순이익	-5,953	-4,837	-5,905	-7,771	-4,947	-1,601	1,137	-347	-5,305	-24,467	-5,758	3,552
[주요 가정]												
전기판매량(GWh)	143,180	128,979	144,012	131,762	143,210	132,113	147,150	134,951	533,431	547,933	557,424	571,988
판매단가(원/kWh)	110	110	128	134	147	144	152	150	108	121	148	151
SMP(원/kWh)	180	157	194	254	237	154	123	111	94	197	156	110
LNG(천원/톤)	1,417	1,193	1,559	1,939	1,859	1,220	968	865	725	1,544	1,229	858
석탄(천원/톤)	225	279	297	312	268	251	219	213	145	269	237	208
환율(원/달러)	1,211	1,298	1,340	1,357	1,277	1,330	1,320	1,310	1,145	1,292	1,309	1,300

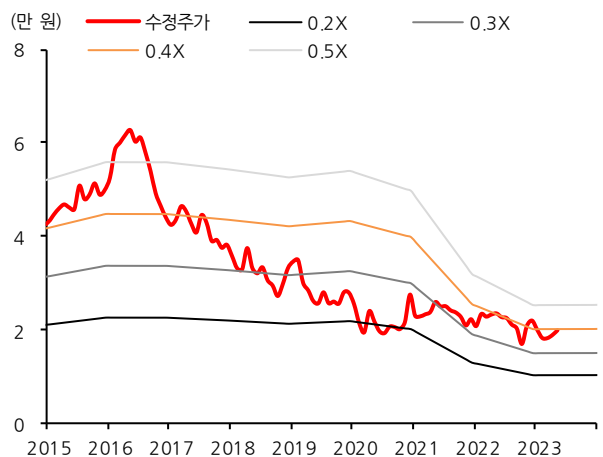
자료: 한국전력, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



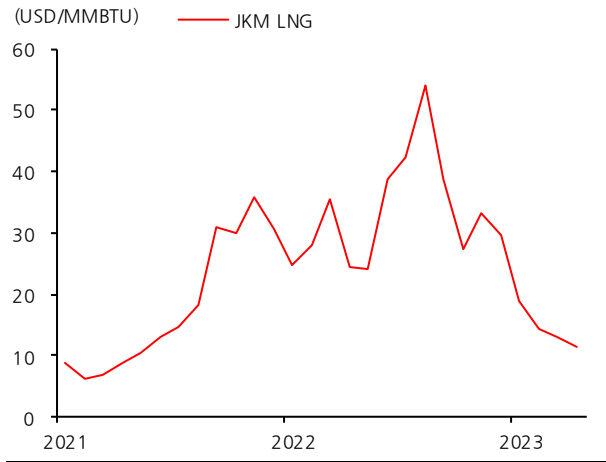
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



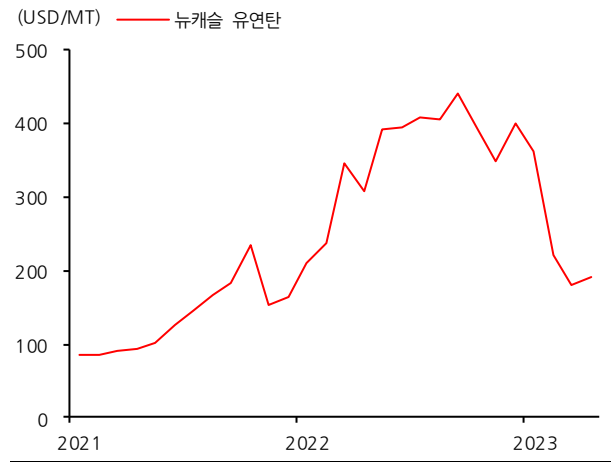
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] JKM LNG 최근 가격(2021년~)



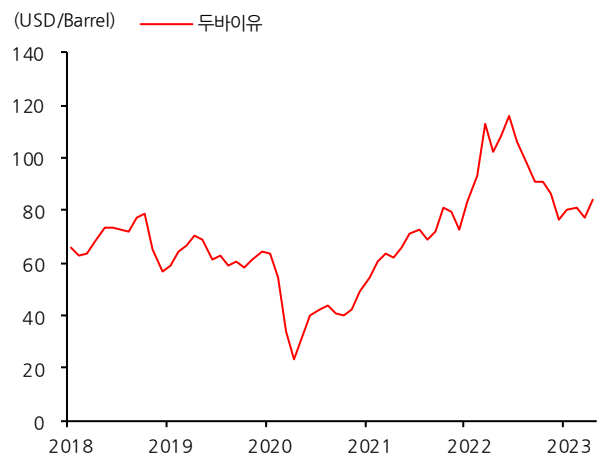
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 뉴캐슬 유연탄 최근 가격(2021년~)



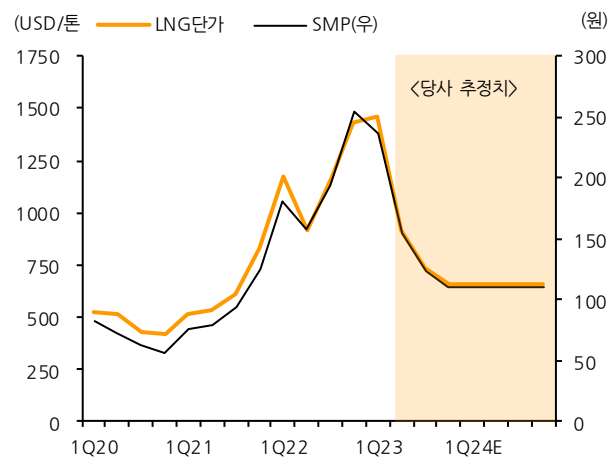
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 두바이유 최근 가격(2021년~)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] LNG 단가와 SMP 추이 및 전망



자료: 한국전력, EPSIS, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

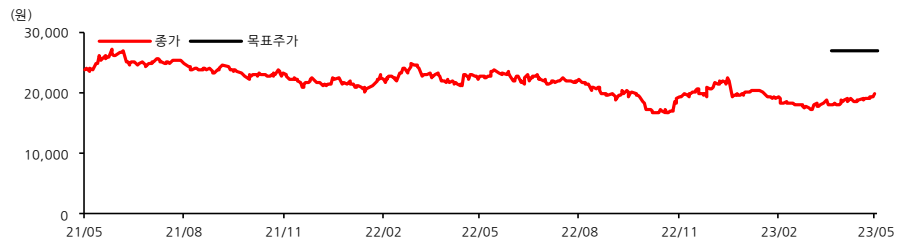
(공표일: 2023년 5월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 조정현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국전력 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2023.04.03	2023.04.03	2023.05.15	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	
목표가격		송유림	27,000	27,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.03	Buy	27,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%