



BUY

목표주가(12M) 24,000원
현재주가(8.8) 19,190원

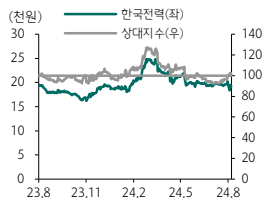
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,556.73
52주 최고/최저(원)	24,850/16,190
시가총액(십억원)	12,319.3
시가총액비중(%)	0.59
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,624.2
60일 평균 거래대금(십억원)	32.0
외국인지분율(%)	14.71
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.59

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	93,238.9	96,516.1
영업이익(십억원)	7,142.4	8,906.2
순이익(십억원)	3,159.3	4,686.3
EPS(원)	4,834	7,231
BPS(원)	60,392	67,338

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	71,257.9	88,219.5	92,280.6	93,723.9
영업이익	(32,655.2)	(4,541.6)	5,935.1	6,155.7
세전이익	(33,843.6)	(7,554.0)	2,973.7	2,936.0
순이익	(24,466.9)	(4,822.5)	2,041.7	2,202.0
EPS	(38,112)	(7,512)	3,180	3,430
증감율	적지	적지	폭전	7.86
PER	(0.57)	(2.52)	6.03	5.59
PBR	0.35	0.34	0.32	0.31
EV/EBITDA	(6.59)	16.95	7.19	7.11
ROE	(46.90)	(12.63)	5.52	5.61
BPS	63,158	55,837	59,478	62,908
DPS	0	0	0	1,390



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

하나증권 리서치센터

2024년 8월 9일 | 기업분석_Earnings Review

한국전력 (015760)

중다고 보기에 아쉬운 실적

목표주가 24,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 24,000원, 투자의견 매수 유지한다. 2분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 유연탄 발전소 이용률이 40% 초반으로 하락한 점이 주목할 만한 부분이다. 성수기를 앞두고 계획예방정비가 집중된 점은 3분기 들어 해소되겠지만 일부 환경설비 개선공사와 동해안 송전제약으로 인한 발전량 감소는 회복을 늦추는 요인으로 작용할 전망이다. 원자력 이용률이 안정적으로 유지되면서 해당 부정적 영향을 만회하는 중이다. 정산조정계수 상승으로 2분기 별도 구입전력비가 늘어나며 별도 실적은 적자로 전환되었으며 현 추세가 지속되는 경우 향후 요금 인상의 타당한 근거 중 하나로 작동 가능할 전망이다. 2024년 추정치 기준 PBR 0.3배다.

2Q24 영업이익 1.3조원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

2분기 매출액은 20.5조원으로 전년대비 4.3% 증가했다. 전력판매량은 전년동기 대비 거의 변화가 없었다. 판매단가는 2023년 11월 전기요금 인상 영향이 반영되며 6.4% 상승했지만 산업용 수요 감소로 인해 매출 성장폭은 상대적으로 제한적이었다. 영업이익은 1.3조원을 기록하며 전년대비 흑자로 전환되었다. 연료비는 4.8조원으로 전년대비 21.4% 감소, 구입전력비는 8.0조원으로 전년대비 10.6% 감소했다. 원자재 가격 하락이 비용 절감으로 연결되는 모습이다. 유연탄 투입단가는 톤당 190만원으로 전년대비 23.0% 하락했다. 한편 발전 Mix는 소폭 악화되었다. 기저발전 중 원자력 이용률은 80.7%로 전년대비 3.6% 상승했지만 유연탄은 41.6%로 전년대비 5.6% 하락했기 때문이다. 그룹사 전반의 경영평가 등급 상향에도 불구하고 기타로 분류되는 영업비용이 감소한 점은 긍정적이다.

영업이익 흑자 기조가 반갑기보다는 아쉬운 이유

3분기까지 전년대비 증익이 가능하고 4분기부터 다시 감익이 예상된다. 원자재 가격이 급변하는 현 상황에서 이후 실적을 예측하는 것이 쉽지는 않겠으나 현재 현금창출능력 대비 큰 변화는 없을 전망이다. 전기요금 인상을 위해서는 상황이 더 나빠질 필요가 있다. 애매한 실적이 유지되어 요금인상에 대한 저항성이 강해지는 것보다 한번에 해결하는 방식이 훨씬 효과적이고 수월할 수 있다. 어중간한 흑자보다 확실한 적자가 오히려 장기적으로 정상화의 거름이 될 수 있겠으나 현재 매크로 변수 흐름이 그 정도로 비우호적이지는 않다. 당분간 차입금 증가가 불가피한 구간이 유지될 가능성이 높고 사채발행한도 관련 문제가 발생할 때 일시적인 요금 인상으로 해결할 가능성이 높다고 판단된다. 2027년 연말까지 주어진 법률의 일몰 시한이 향후 요금 인상의 레버리지로 작용할 수 있을지는 상황을 지켜볼 필요가 있다.

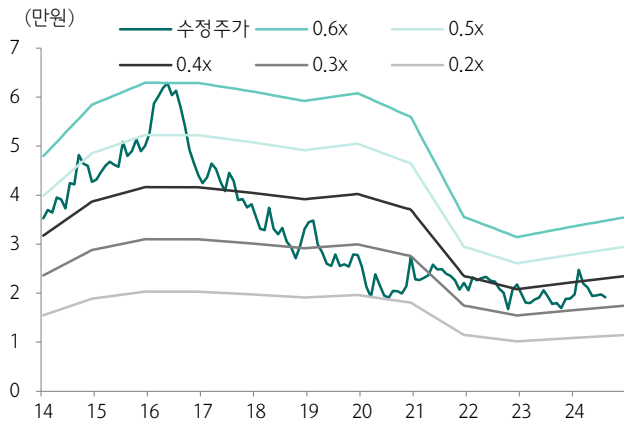
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023				2024F				2Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	215,941	196,225	244,699	225,330	232,928	204,737	254,104	231,038	4.3	(12.1)
전기판매수익	202,591	183,617	231,641	211,699	221,650	195,406	242,374	218,971	6.4	(11.8)
기타매출	13,350	12,608	13,058	13,631	11,278	9,331	11,731	12,067	(26.0)	(17.3)
영업이익	(61,775)	(22,724)	19,965	19,118	12,994	12,503	23,431	10,424	흑전	(3.8)
연료비	90,830	60,488	65,418	53,047	61,601	47,563	56,949	51,221	(21.4)	(22.8)
구입전력비	121,709	89,178	92,553	79,603	92,029	79,697	102,638	92,939	(10.6)	(13.4)
기타	65,177	69,283	66,763	73,562	66,304	64,974	71,086	76,454	(6.2)	(2.0)
세전이익	(68,548)	(29,551)	12,473	10,086	7,378	3,491	14,915	4,040	흑전	(52.7)
순이익	(49,465)	(19,028)	7,939	12,328	5,615	651	11,186	3,030	흑전	(88.4)
영업이익률(%)	(28.6)	(11.6)	8.2	8.5	5.6	6.1	9.2	4.5	-	-
세전이익률(%)	(31.7)	(15.1)	5.1	4.5	3.2	1.7	5.9	1.7	-	-
순이익률(%)	(22.9)	(9.7)	3.2	5.5	2.4	0.3	4.4	1.3	-	-
전력판매(GWh)	143,210	126,737	145,147	130,872	141,696	126,787	146,598	132,181	0.0	(10.5)
판매단가(원/kWh)	141	145	160	162	156	154	165	166	6.4	(1.5)
원/달러 환율	1,276	1,316	1,313	1,321	1,329	1,371	1,380	1,380	4.2	3.2
석탄(천원/톤)	268	247	211	195	196	190	196	200	(23.0)	(2.7)
LNG(천원/톤)	1,859	1,719	1,121	1,110	1,157	1,022	1,096	1,145	(40.5)	(11.6)

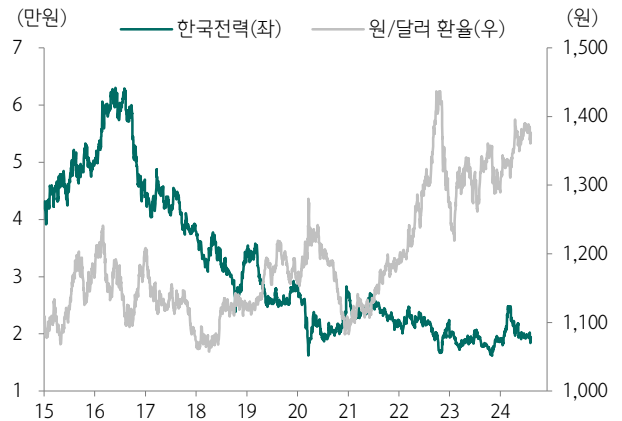
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



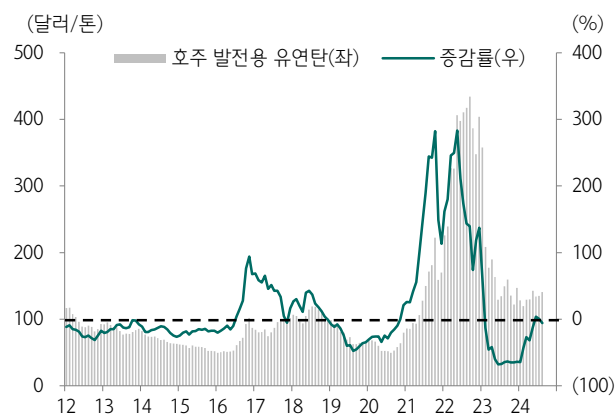
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



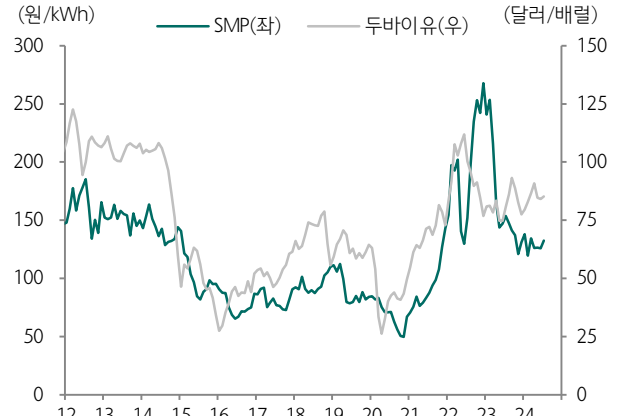
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 (8월 YoY -5.8%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (7월 SMP YoY -13.7%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	71,257.9	88,219.5	92,280.6	93,723.9	94,750.1
매출원가	100,903.6	89,699.5	82,573.7	83,571.0	84,267.6
매출총이익	(29,645.7)	(1,480.0)	9,706.9	10,152.9	10,482.5
판매비	3,009.4	3,061.6	3,771.8	3,997.2	4,001.9
영업이익	(32,655.2)	(4,541.6)	5,935.1	6,155.7	6,480.5
금융손익	(2,913.5)	(3,922.0)	(3,975.0)	(4,151.1)	(4,372.8)
종속/관계기업손익	1,310.4	613.0	806.6	636.7	574.1
기타영업외손익	414.6	296.6	207.0	294.7	291.8
세전이익	(33,843.6)	(7,554.0)	2,973.7	2,936.0	2,973.6
법인세	(9,414.5)	(2,837.8)	848.3	734.0	743.4
계속사업이익	(24,429.1)	(4,716.1)	2,125.4	2,202.0	2,230.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(24,429.1)	(4,716.1)	2,125.4	2,202.0	2,230.2
비지배주주지분 손이익	37.7	106.4	83.8	0.0	0.0
지배주주순이익	(24,466.9)	(4,822.5)	2,041.7	2,202.0	2,230.2
지배주주지분포괄이익	(23,273.2)	(5,032.6)	2,290.1	2,062.8	2,089.2
NOPAT	(23,571.2)	(2,835.5)	4,242.1	4,616.7	4,860.4
EBITDA	(20,193.7)	8,490.6	20,197.4	20,556.4	21,022.6
성장성(%)					
매출액증가율	17.44	23.80	4.60	1.56	1.09
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	8.83	5.28
EBITDA증가율	적전	흑전	137.88	1.78	2.27
영업이익증가율	적지	적지	흑전	3.72	5.28
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	7.85	1.28
EPS증가율	적지	적지	흑전	7.86	1.28
수익성(%)					
매출총이익률	(41.60)	(1.68)	10.52	10.83	11.06
EBITDA이익률	(28.34)	9.62	21.89	21.93	22.19
영업이익률	(45.83)	(5.15)	6.43	6.57	6.84
계속사업이익률	(34.28)	(5.35)	2.30	2.35	2.35

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(38,112)	(7,512)	3,180	3,430	3,474
BPS	63,158	55,837	59,478	62,908	64,992
CFPS	(26,867)	17,322	33,408	33,237	33,651
EBITDAPS	(31,456)	13,226	31,462	32,021	32,747
SPS	111,000	137,421	143,747	145,996	147,594
DPS	0	0	0	1,390	1,650
주기지표(배)					
PER	(0.57)	(2.52)	6.03	5.59	5.52
PBR	0.35	0.34	0.32	0.31	0.30
PCFR	(0.81)	1.09	0.57	0.58	0.57
EV/EBITDA	(6.59)	16.95	7.19	7.11	7.04
PSR	0.20	0.14	0.13	0.13	0.13
재무비율(%)					
ROE	(46.90)	(12.63)	5.52	5.61	5.43
ROA	(10.97)	(2.03)	0.84	0.89	0.89
ROIC	(13.11)	(1.55)	2.30	2.46	2.54
부채비율	459.06	543.28	518.80	496.16	484.79
순부채비율	280.03	349.84	330.94	315.82	310.18
이자보상배율(배)	(11.59)	(1.02)	1.26	1.29	1.35

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	29,750.5	29,536.2	30,648.4	31,019.9	30,489.9
금융자산	7,587.5	7,523.2	8,081.9	8,127.6	7,347.5
현금성자산	3,234.8	4,342.9	4,835.3	4,864.6	4,072.0
매출채권	9,504.1	11,009.5	11,288.4	11,452.3	11,578.0
재고자산	9,930.7	8,875.6	9,100.5	9,232.5	9,333.9
기타유동자산	2,728.2	2,127.9	2,177.6	2,207.5	2,230.5
비유동자산	205,054.4	210,178.8	214,668.0	218,446.4	222,041.8
투자자산	12,328.9	13,208.8	13,595.9	13,775.0	13,912.5
금융자산	3,336.8	3,546.2	3,688.5	3,723.9	3,751.0
유형자산	177,865.3	179,875.5	183,945.9	187,676.7	191,247.5
무형자산	1,056.8	1,133.1	1,029.9	898.4	785.5
기타비유동자산	13,803.4	15,961.4	16,096.3	16,096.3	16,096.3
자산총계	234,805.0	239,715.0	245,316.4	249,466.3	252,531.6
유동부채	44,518.6	61,248.4	68,802.1	70,079.6	71,292.4
금융부채	23,318.0	41,752.5	48,610.3	49,619.7	50,626.9
매입채무	7,529.9	4,341.5	4,451.5	4,516.1	4,565.6
기타유동부채	13,670.7	15,154.4	15,740.3	15,943.8	16,099.9
비유동부채	148,286.2	141,201.8	136,870.6	137,541.1	138,055.6
금융부채	101,883.2	96,139.5	90,666.7	90,666.7	90,666.7
기타비유동부채	46,403.0	45,062.3	46,203.9	46,874.4	47,388.9
부채총계	192,804.7	202,450.2	205,672.7	207,620.6	209,348.0
지배주주지분	40,545.4	35,845.1	38,182.6	40,384.6	41,722.5
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,112.3	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6
자본조정	13,295.0	13,295.0	12,708.6	12,708.6	12,708.6
기타포괄이익누계액	497.0	557.4	887.9	887.9	887.9
이익잉여금	21,431.3	16,338.3	18,931.8	21,133.8	22,471.7
비지배주주지분	1,454.9	1,419.7	1,461.1	1,461.1	1,461.1
자본총계	42,000.3	37,264.8	39,643.7	41,845.7	43,183.6
순금융부채	117,613.7	130,368.8	131,195.1	132,158.8	133,946.1

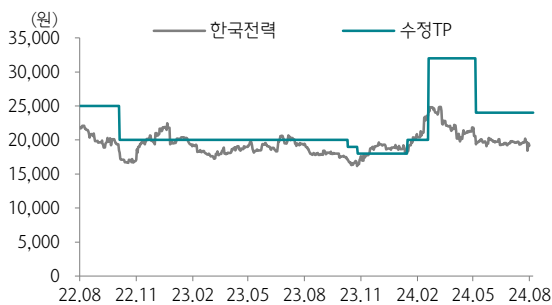
현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(23,477.5)	1,522.2	17,813.8	17,314.6	17,318.7
당기순이익	(24,429.1)	(4,716.1)	2,125.4	2,202.0	2,230.2
조정	4,464.2	11,380.0	14,537.5	14,400.7	14,542.2
감가상각비	12,461.4	13,032.3	14,262.3	14,400.7	14,542.1
외환거래손익	523.3	363.7	733.1	0.0	0.0
지분법손익	(1,310.4)	(613.0)	(404.5)	0.0	0.0
기타	(7,210.1)	(1,403.0)	(53.4)	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(3,512.6)	(5,141.7)	1,150.9	711.9	546.3
투자활동 현금흐름	(14,953.8)	(13,073.8)	(16,412.5)	(18,195.5)	(18,150.0)
투자자산감소(증가)	(1,979.8)	(880.5)	(387.1)	(179.1)	(137.5)
자본증가(감소)	(11,717.0)	(13,598.7)	(17,089.0)	(18,000.0)	(18,000.0)
기타	(1,257.0)	1,405.4	1,063.6	(16.4)	(12.5)
재무활동 현금흐름	38,997.9	12,661.9	767.8	1,009.4	114.9
금융부채증가(감소)	40,183.2	12,690.7	1,385.1	1,009.4	1,007.2
자본증가(감소)	37.5	332.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,167.0)	(305.5)	(617.3)	0.0	(0.0)
배당지급	(55.8)	(55.5)	0.0	0.0	(892.3)
현금의 증감	599.5	1,108.1	529.1	29.4	(792.6)
Unlevered CFO	(17,247.7)	11,120.4	21,447.0	21,337.0	21,602.6
Free Cash Flow	(35,824.4)	(12,386.2)	604.1	(685.4)	(681.3)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.13	BUY	24,000		
24.2.26	BUY	32,000	-30.36%	-22.34%
24.1.23	Neutral	20,000	4.51%	17.75%
23.11.3	Neutral	18,000	3.23%	9.17%
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%
22.8.13	1년 경과		-	-
21.8.13	Neutral	25,000	-9.86%	-1.00%

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 2024년 8월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 8월 9일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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	93.55%	5.99%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 08월 06일