



BUY

목표주가(12M) 24,000원(하향)  
현재주가(5.10) 20,600원

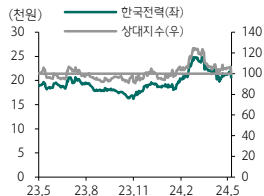
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,727.63
52주 최고/최저(원)	24,850/16,190
시가총액(십억원)	13,224.5
시가총액비중(%)	0.59
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	2,705.1
60일 평균 거래대금(십억원)	61.5
외국인지분율(%)	15.05
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.59

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	92,764.4	95,289.9
영업이익(십억원)	10,136.1	10,207.0
순이익(십억원)	4,991.6	5,220.4
EPS(원)	7,562	8,015
BPS(원)	64,130	72,564

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	71,257.9	88,219.5	91,824.2	93,385.2
영업이익	(32,655.2)	(4,541.6)	6,072.9	6,951.9
세전이익	(33,843.6)	(7,554.0)	3,097.2	3,713.2
순이익	(24,466.9)	(4,822.5)	2,331.0	2,784.9
EPS	(38,112)	(7,512)	3,631	4,338
증감율	적지	적지	폭전	19.47
PER	(0.57)	(2.52)	5.67	4.75
PBR	0.35	0.34	0.35	0.32
EV/EBITDA	(6.59)	16.95	7.73	7.33
ROE	(46.90)	(12.63)	6.30	7.04
BPS	63,158	55,837	59,468	63,806
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2024년 5월 13일 | 기업분석\_Earnings Review

## 한국전력 (015760)

### 일시적이지 않은 비용 증가 확인

#### 목표주가 24,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가를 24,000원으로 기존대비 25% 하향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2024년 예상 BPS에 목표 PBR 0.4배를 적용했다. 1분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 원자재 가격 하락 흐름이 실제 연료비단가에 반영되지 않는 상황이며 구입전력비 또한 과거 대비 높은 단가가 산정되면서 실적이 부진했다. 당분간 흑자 기조는 유지될 수 있으나 환율 및 에너지 원자재 가격 변동성을 감안하면 주의가 필요한 상황이다. 별도 실적은 연간 기준 적자 흐름을 지속할 가능성이 높아 배당을 기대하기 어렵고 하반기 원가 환경에 따라 전기 요금 인상에 대한 필요성이 정책으로 연결될 소지가 있다. 2024년 기준 PBR 0.4배다.

#### 1Q24 영업이익 1.3조원(흑자전환)으로 컨센서스 하회

1분기 매출액은 23.3조원으로 전년대비 7.9% 증가했다. 전력판매량이 전년대비 1.1% 감소했지만 2023년 11월 전기요금 인상 영향이 반영되며 외형이 성장했다. 영업이익은 1.3조원으로 전년대비 흑자로 전환되었다. 원자재 가격 하락에 의한 변동비 절감이 실적 개선의 주요인이다. 유연탄 발전소 이용률은 전년대비 3.2%p 하락했고 원자력 발전소는 전년동기와 비슷한 수준을 기록했다. 원재료 단가 하락에 연료비는 6.2조원으로 전년대비 32.2%, SMP 약세로 구입전력비는 9.2조원을 기록하며 24.4% 감소했다. 한편 유연탄 현물 가격 하락과 전력시장 연료비단가 하락과 다르게 부대비용을 포함한 실제 투입단가는 전분기대비 소폭 상승했으며 구입전력비의 경우 전분기와 유사했던 SMP 레벨 대비 실제 정산단가는 상당히 높은 수준을 기록했다. 특히 연료비에서 기존에 분기 3~4천억원 범위에서 형성되던 원자력 연료단가가 전분기대비 94% 상승하면서 연간 1조원 이상 비용 증가로 이어질 수 있다.

#### 2분기와 3분기 일회성 비용 발생 여부 및 정산단가 추이 관찰 필요

향후 비용 증가에 상당한 영향을 미칠 수밖에 없는 정책 비용이 이번 분기에 확인되었다. 핵연료 처리 부담금 단가에 더해 2분기는 REC 기준가격 발표, 3분기는 원전해체충당금 단가 재산정이 예상된다. 해당 요인들의 경우 각각 구입전력비, 영업비용의 기타부문에서 잠재적 증가 요소로 작용할 여지가 있다. 정산단가도 계절적 요인을 감안할 필요가 있겠으나 기존 수준만큼 정상화될 수 있는지도 주목할 지점이다. 낮아지는 연간 실적 기대치를 감안하면 연간 차입금 규모가 상당 부분 증가할 개연성이 존재하며 사채발행한도를 꾸준히 관찰해야 할 전망이다.

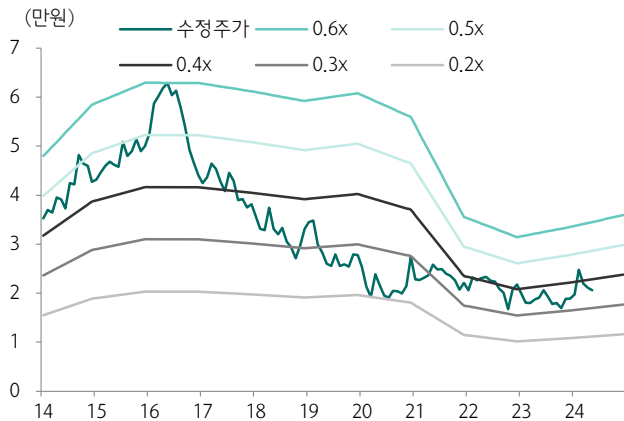
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023				2024F				1Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	215,941	196,225	244,699	225,330	232,927	207,614	250,086	227,615	7.9	3.4
전기판매수익	202,591	183,617	231,641	211,699	221,650	195,887	237,854	215,024	9.4	4.7
기타매출	13,350	12,608	13,058	13,631	11,277	11,727	12,232	12,591	(15.5)	(17.3)
영업이익	(61,775)	(22,724)	19,965	19,118	12,993	14,200	24,358	9,178	(121.0)	(32.0)
연료비	90,830	60,488	65,418	53,047	61,601	55,298	65,589	57,895	(32.2)	16.1
구입전력비	121,709	89,178	92,553	79,603	92,029	68,340	89,884	85,149	(24.4)	15.6
기타	65,177	69,283	66,763	73,562	66,304	69,777	70,255	75,393	1.7	(9.9)
세전이익	(68,548)	(29,551)	12,473	10,086	7,378	5,563	15,499	2,531	흑전	(26.8)
순이익	(49,465)	(19,028)	7,939	12,328	5,615	4,172	11,624	1,899	흑전	(54.5)
영업이익률(%)	(28.6)	(11.6)	8.2	8.5	5.6	6.8	9.7	4.0	-	-
세전이익률(%)	(31.7)	(15.1)	5.1	4.5	3.2	2.7	6.2	1.1	-	-
순이익률(%)	(22.9)	(9.7)	3.2	5.5	2.4	2.0	4.6	0.8	-	-
전력판매(GWh)	143,210	126,737	145,147	130,872	141,696	125,470	143,696	129,563	(1.1)	8.3
판매단가(원/kWh)	141	145	160	162	156	156	166	166	10.6	(3.3)
원/달러 환율	1,276	1,316	1,313	1,321	1,329	1,365	1,365	1,365	4.1	0.6
석탄(천원/톤)	268	247	211	195	196	198	194	198	(27.0)	0.3
LNG(천원/톤)	1,859	1,719	1,121	1,110	1,157	1,071	1,121	1,195	(37.8)	4.2

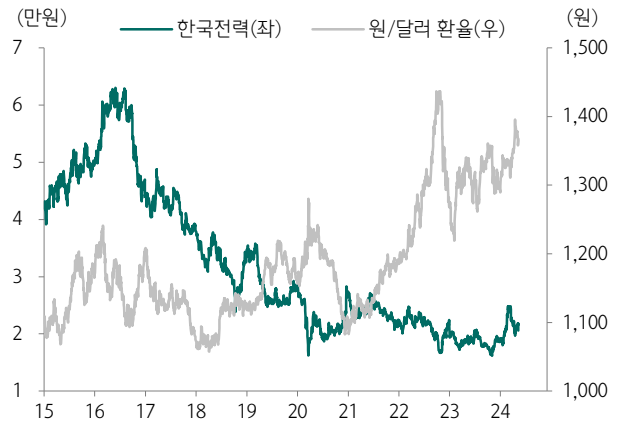
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



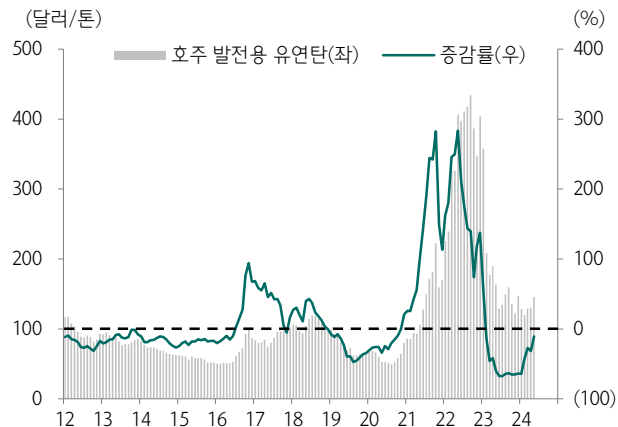
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



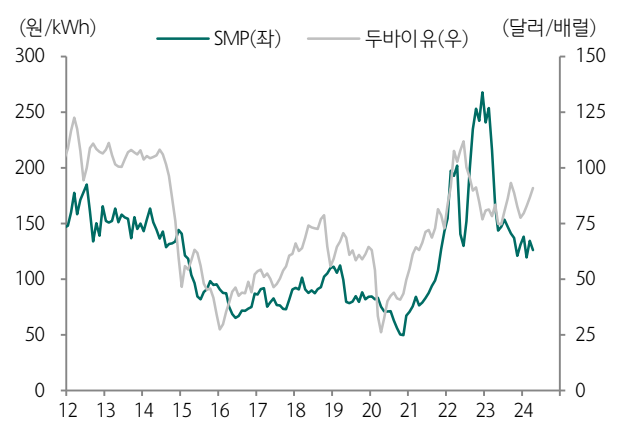
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 (5월 YoY -10.8%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (4월 SMP YoY -23.5%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

## 추정 재무제표

## 손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	71,257.9	88,219.5	91,824.2	93,385.2	94,641.8
매출원가	100,903.6	89,699.5	81,796.9	82,416.1	82,437.1
매출총이익	(29,645.7)	(1,480.0)	10,027.3	10,969.1	12,204.7
판매비	3,009.4	3,061.6	3,954.4	4,017.2	4,038.0
영업이익	(32,655.2)	(4,541.6)	6,072.9	6,951.9	8,166.6
금융손익	(2,913.5)	(3,922.0)	(4,176.8)	(4,358.7)	(4,548.0)
종속/관계기업손익	1,310.4	613.0	942.6	767.5	693.1
기타영업외손익	414.6	296.6	258.6	352.5	344.3
세전이익	(33,843.6)	(7,554.0)	3,097.2	3,713.2	4,656.0
법인세	(9,414.5)	(2,837.8)	731.7	928.3	1,164.0
계속사업이익	(24,429.1)	(4,716.1)	2,365.5	2,784.9	3,492.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(24,429.1)	(4,716.1)	2,365.5	2,784.9	3,492.0
비지배주주지분 손이익	37.7	106.4	34.5	0.0	0.0
지배주주순이익	(24,466.9)	(4,822.5)	2,331.0	2,784.9	3,492.0
지배주주지분포괄이익	(23,273.2)	(5,032.6)	2,354.3	2,771.7	3,475.4
NOPAT	(23,571.2)	(2,835.5)	4,638.2	5,213.9	6,125.0
EBITDA	(20,193.7)	8,490.6	18,912.6	19,931.2	21,288.4
성장성(%)					
매출액증가율	17.44	23.80	4.09	1.70	1.35
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	12.41	17.47
EBITDA증가율	적전	흑전	122.75	5.39	6.81
영업이익증가율	적지	적지	흑전	14.47	17.47
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	19.47	25.39
EPS증가율	적지	적지	흑전	19.47	25.40
수익성(%)					
매출총이익률	(41.60)	(1.68)	10.92	11.75	12.90
EBITDA이익률	(28.34)	9.62	20.60	21.34	22.49
영업이익률	(45.83)	(5.15)	6.61	7.44	8.63
계속사업이익률	(34.28)	(5.35)	2.58	2.98	3.69

## 투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(38,112)	(7,512)	3,631	4,338	5,440
BPS	63,158	55,837	59,468	63,806	69,245
CFPS	(26,867)	17,322	30,916	32,123	33,760
EBITDAPS	(31,456)	13,226	29,461	31,047	33,161
SPS	111,000	137,421	143,036	145,468	147,425
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(0.57)	(2.52)	5.67	4.75	3.79
PBR	0.35	0.34	0.35	0.32	0.30
PCFR	(0.81)	1.09	0.67	0.64	0.61
EV/EBITDA	(6.59)	16.95	7.73	7.33	6.81
PSR	0.20	0.14	0.14	0.14	0.14
재무비율(%)					
ROE	(46.90)	(12.63)	6.30	7.04	8.18
ROA	(10.97)	(2.03)	0.97	1.14	1.40
ROIC	(13.11)	(1.55)	2.52	2.79	3.23
부채비율	459.06	543.28	513.99	482.85	448.04
순부채비율	280.03	349.84	330.22	307.91	282.27
이자보상배율(배)	(11.59)	(1.02)	1.32	1.52	1.78

자료: 하나증권

## 대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	29,750.5	29,536.2	29,865.4	30,525.1	31,854.2
금융자산	7,587.5	7,523.2	7,630.3	7,910.5	8,936.5
현금성자산	3,234.8	4,342.9	4,438.9	4,700.1	5,710.8
매출채권	9,504.1	11,009.5	11,121.2	11,312.0	11,464.4
재고자산	9,930.7	8,875.6	8,965.6	9,119.4	9,242.3
기타유동자산	2,728.2	2,127.9	2,148.3	2,183.2	2,211.0
비유동자산	205,054.4	210,178.8	213,461.1	216,690.3	219,735.2
투자자산	12,328.9	13,208.8	13,330.9	13,539.5	13,706.2
금융자산	3,336.8	3,546.2	3,570.3	3,611.5	3,644.4
유형자산	177,865.3	179,875.5	183,181.0	186,326.5	189,312.0
무형자산	1,056.8	1,133.1	987.9	863.0	755.7
기타비유동자산	13,803.4	15,961.4	15,961.3	15,961.3	15,961.3
자산총계	234,805.0	239,715.0	243,326.5	247,215.5	251,589.4
유동부채	44,518.6	61,248.4	61,437.5	61,760.6	62,018.7
금융부채	23,318.0	41,752.5	41,758.9	41,769.8	41,778.6
매입채무	7,529.9	4,341.5	4,385.5	4,460.8	4,520.9
기타유동부채	13,670.7	15,154.4	15,293.1	15,530.0	15,719.2
비유동부채	148,286.2	141,201.8	142,258.8	143,039.8	143,663.6
금융부채	101,883.2	96,139.5	96,739.5	96,739.5	96,739.5
기타비유동부채	46,403.0	45,062.3	45,519.3	46,300.3	46,924.1
부채총계	192,804.7	202,450.2	203,696.2	204,800.4	205,682.3
지배주주지분	40,545.4	35,845.1	38,176.0	40,960.9	44,452.9
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	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	497.0	557.4	557.4	557.4	557.4
이익잉여금	21,431.3	16,338.3	18,669.2	21,454.1	24,946.1
비지배주주지분	1,454.9	1,419.7	1,454.2	1,454.2	1,454.2
자본총계	42,000.3	37,264.8	39,630.2	42,415.1	45,907.1
순금융부채	117,613.7	130,368.8	130,868.0	130,598.8	129,581.6

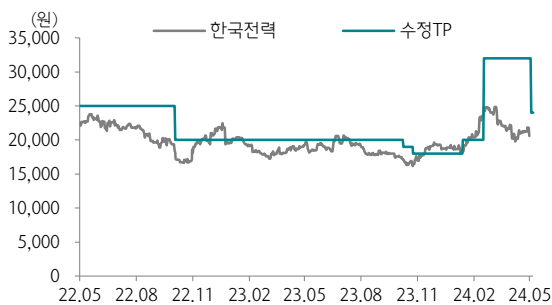
## 현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(23,477.5)	1,522.2	15,690.4	16,593.5	17,276.2
당기순이익	(24,429.1)	(4,716.1)	2,365.5	2,784.9	3,492.0
조정	4,464.2	11,380.0	12,839.7	12,979.3	13,121.8
감가상각비	12,461.4	13,032.3	12,839.8	12,979.4	13,121.8
외환거래손익	523.3	363.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1,310.4)	(613.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(7,210.1)	(1,403.0)	(0.1)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	(3,512.6)	(5,141.7)	485.2	829.3	662.4
투자활동 현금흐름	(14,953.8)	(13,073.8)	(16,133.2)	(16,227.7)	(16,181.9)
투자자산감소(증가)	(1,979.8)	(880.5)	(122.1)	(208.7)	(166.7)
자본증가(감소)	(11,717.0)	(13,598.7)	(16,000.0)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(1,257.0)	1,405.4	(11.1)	(19.0)	(15.2)
재무활동 현금흐름	38,997.9	12,661.9	606.4	10.9	8.7
금융부채증가(감소)	40,183.2	12,690.7	606.4	10.9	8.7
자본증가(감소)	37.5	332.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,167.0)	(305.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(55.8)	(55.5)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	599.5	1,108.1	132.7	261.2	1,010.8
Unlevered CFO	(17,247.7)	11,120.4	19,847.1	20,621.9	21,673.0
Free Cash Flow	(35,824.4)	(12,386.2)	(309.6)	593.5	1,276.2

## 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%
22.5.11	1년 경과		-	-
21.5.11	Neutral	25,000	-6.76%	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 2024년 5월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 5월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 10일