

한국전력
(015760)

하민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

유지

현재주가

20,600

(24.05.10)

유틸리티업종

1Q24 어닝 쇼크. 그러나
앞으로 가는 길은 변함없다

- 1분기 영업이익 1.30조원(흑전, +7.48조원 YoY)으로 컨센서스를 크게 하회
- 2024년 영업이익 9.44조원(흑전, +14.18조원 YoY) 전망
- 1분기 컨센서스 하회는 이미 주가에 대부분 반영

1분기 영업이익 1.30조원(흑전, +7.48조원 YoY)으로 컨센서스 2.63조원 하회

1분기 매출액 23.29조원(+7.9%, 이하 YoY), 영업이익 1.30조원(흑전, +7.48조원)을 기록, 영업이익 컨센서스 2.63조원을 큰 폭으로 하회. 뜻밖에도 원전 핵처리단가가 10년만에 2배 상승함에 따라 원전연료비용이 큰 폭으로 증가했으며(1Q24 6,883억원, +3,214억원 YoY), RPS 비용이 증가했음(1Q24 7,087억원, +1,998억원 YoY). LNG 및 석탄 구매가격도 ^주유가 연동 가격 및 시장 가격 시차, 구매국가별 석탄가격 차이, 자체 석탄처리 제반비용 등이 예상치 보다 크게 발생했음

2024년 영업이익 9.44조원(흑전, +14.18조원 YoY) 전망

2024년 매출액은 94.38조원(+7.0%, 이하 YoY), 영업이익은 9.44조원(흑전, +14.18조원)으로 예상. 전년도 전기요금 인상 누적분 반영(2024년 인상 효과는 +5.4%)에 따른 매출 증가와 함께, 석탄가격 하락, 2Q24 신환을 2호기, 4Q24 새울 3호기 가동에 따른 자원가의 원전발전 비중 확대('23년 30.7%, '24F 32.8%) 등에 따른 비용 감소로 실적 개선 전망

투자의견 '매수', 목표주가 30,000원 유지

1분기 기존 예상치보다 부진한 실적 기록, 원전연료처리비용 증가(연간 1.2조원) 등에도 투자의견 '매수', 목표주가 30,000원을 유지함. 이는 1) 1분기 실적 부진은 5/10 주가 하락으로 대부분 반영했으며, 2) 최근 유가 및 석탄 하락에 따른 연간 적용 유가 및 석탄가격 전망치 하향 조정 등으로 2분기 이후 실적 전망치는 변함없음, 또한 3) 하반기 전기요금 인상 시, 실적 전망치 상향 조정이 가능하기 때문

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	집중치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	21,594	22,533	23,312	23,293	7.9	3.4	23,494	21,260	8.3	-8.7
영업이익	-6,178	1,912	2,212	1,299	흑전	-32.0	2,629	999	흑전	-23.1
순이익	-4,947	1,233	1,230	658	흑전	-46.6	1,315	406	흑전	-38.3

자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	71,258	88,219	94,379	96,677	99,393
영업이익	-32,655	-4,542	9,437	10,296	10,353
세전순이익	-33,844	-7,554	7,018	8,257	8,695
총당기순이익	-24,429	-4,716	5,369	6,275	6,608
자배지분순이익	-24,467	-4,823	5,263	6,181	6,509
EPS	-38,112	-7,512	8,199	9,629	10,140
PER	NA	NA	2.5	2.1	2.0
BPS	63,158	55,837	64,035	72,774	81,833
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	-46.9	-12.6	13.7	14.1	13.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

KOSPI	2727.63
시가총액	13,224십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	3,210십억원
52주 최고/최저	24,850원 / 16,190원
120일 평균거래대금	433억원
외국인지분율	15.14%
주요주주	한국산업은행 외 2 인 51.14% 국민연금공단 6.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	1.0	21.5	7.1
상대수익률	-7.8	-3.0	7.4	-2.0



주) LNG는 유가 대비 5~6개월 후행, 석탄가격은 시장 가격 대비 4 ~ 5개월 후행, 석탄은 호주, 인도네시아, 러시아 등 다양한 지역에서 구매

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	94,398	96,679	94,379	96,677	0.0	0.0
영업이익	10,368	10,376	9,437	10,296	-9.0	-0.8
영업이익률	11.0	10.7	10.0	10.7	-1.0	-0.1
영업외손익	-2,749	-2,275	-2,418	-2,039	적자유지	적자유지
세전순이익	7,619	8,101	7,018	8,257	-7.9	1.9
자비자분순이익	5,704	6,064	5,263	6,181	-7.7	1.9
순이익률	6.1	6.4	5.7	6.5	-0.4	0.1
EPS(자비자분순이익)	8,885	9,446	8,199	9,629	-7.7	1.9

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

2024년 영업이익 전망치를 기존 대비 9%(0.93조원) 하향

2024년 영업이익 전망치를 기존 대비 9%(0.93조원) 하향한다. 1분기 기존 예상보다 저조한 실적을 기록했으며, 원전연료처리비용은 전년 대비 연간 1.2조원 정도 늘어날 것으로 예상된다. 그러나 최근 들어 하락한 유가 및 석탄를 반영하여 유가 및 석탄가격 가정치를 각각 2달러/bbl, 1달러 하향 조정(유가 1달러 하락시 영업이익 +2,800억원, 석탄가격 1달러 하락시 +770억원 개선으로 추정) 등으로 2분기 이후 실적 전망치는 기존 대비 크게 변경하지 않았다.

목표주가 산정 시, 적용 BPS는 2024F 기준에서 2Q24F~1Q25F 기준으로 변경

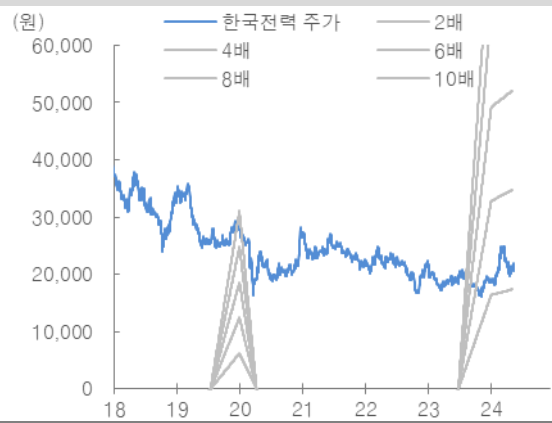
투자의견 '매수', 목표주가 30,000원을 유지한다. 실적 전망치 하향조정에도 목표주가를 유지하는 이유는 1분기 어닝쇼크는 5/10 주가 하락으로 이미 반영되었으며, 적용 2024F BPS 64,72원에서 2Q24F ~ 1Q25F BPS 65,948원으로 변경했기 때문이다.

표 1. 한국전력의 Valuation (단위: 배, %, 원)

	Value	비고
2013 ~ 16년 평균 PBR 할인율	0.46 0	2013 ~ 16년 재무구조 개선 시기의 평균 PBR은 0.46배 적용 2022 ~23년 전기요금 인상 누적분 반영, 석탄 가격 하향 안정화, 저원가의 원전발전 비중 증가 등으로 점진적인 재무구조 개선 기대
목표 PBR	0.46	
2Q24F ~ 1Q25F BPS	65,948	2H24 이후 전기요금 인상시 실적 전망치 상향 조정 가능성 존재
목표주가	30,000	
현재주가	20,600	
상승여력	45.6	

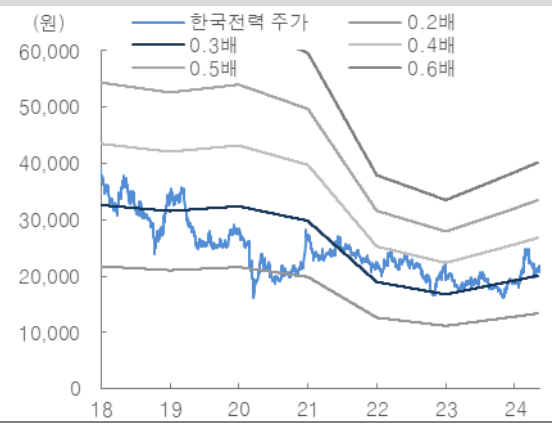
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 한국전력의 12MF PER 밴드



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국전력의 12MF PBR 밴드



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

표 2. 글로벌 전력/가스 업체 Peer 의 Valuation 비교

(단위: 백만달러, 배, %)

	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE			배당수익률		
		23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
한국전력	9,738	-2.5	2.5	2.1	0.3	0.3	0.3	17.0	6.2	5.8	-11.9	13.4	13.7	0.0	4.3	5.2
간사이전력	14,099	8.7	14.8	13.9	0.9	1.3	1.3	8.4	11.5	12.8	11.3	9.5	9.5	1.8	2.2	2.2
도쿄전력	10,649	5.3	7.2	10.8	0.5	0.9	0.7	8.3	8.9	11.6	10.5	8.8	7.1	0.0	0.0	0.0
RWE	25,279	7.7	18.4	17.1	1.5	1.3	1.1	5.4	13.6	8.6	40.8	6.8	6.7	2.9	2.5	2.7
넥스트에라	129,093	24.0	30.4	27.9	2.6	3.2	3.1	13.8	20.6	19.9	20.5	10.8	11.3	2.5	2.0	2.2
듀크 에너지	72,860	18.5	18.8	18.5	1.4	1.5	1.5	11.8	15.0	15.0	7.4	8.1	8.0	4.1	4.0	4.1
서던 컴퍼니	76,405	14.5	22.5	21.8	2.0	2.5	2.5	17.1	16.2	15.8	3.4	11.7	11.5	4.8	3.5	3.6

주: 2024년 5월 10일 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 한국전력의 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21,594	19,623	24,470	22,519	23,293	21,260	26,103	23,723	60,674	71,258	88,205	94,379	96,677
전기판매 수익	20,259	18,362	23,164	21,170	22,165	19,937	24,771	22,414	57,210	66,199	82,955	89,287	91,460
기타	1,335	1,261	1,306	1,349	1,128	1,324	1,332	1,308	3,463	5,059	5,250	5,092	5,217
영업비용	27,772	21,895	22,473	20,811	21,993	20,262	22,074	20,612	70,481	103,845	92,950	84,942	86,381
연료비	9,083	6,049	6,542	5,481	6,160	5,366	6,092	5,491	19,408	34,669	27,155	23,108	22,409
전력구입비	12,171	8,918	9,255	7,960	9,203	8,000	9,308	7,513	21,632	41,917	38,304	34,024	35,892
기타	6,518	6,928	6,676	7,369	6,630	6,896	6,675	7,608	29,442	27,259	27,492	27,809	28,079
영업이익	-6,178	-2,272	1,997	1,708	1,299	999	4,029	3,110	-9,808	-32,587	-4,745	9,437	10,296
금융손익	-1,001	-943	-1,020	-959	-1,014	-982	-1,143	-909	-1,843	-2,914	-3,922	-4,047	-3,666
지분법손익	241	244	114	188	405	312	215	389	495	1,310	787	1,320	1,339
기타영업외손익	82	16	157	49	48	103	79	78	124	415	305	309	288
세전이익	-6,855	-2,955	1,247	1,163	738	432	3,180	2,669	-7,085	-33,844	-7,400	7,018	8,257
지배지분순이익	-4,911	-1,904	833	1,325	596	328	2,417	2,028	-5,229	-24,429	-4,657	5,369	6,275
영업이익률	-4,947	-1,903	794	1,294	561	323	2,381	1,998	-5,315	-24,467	-4,762	5,263	6,181
세전이익률	-29	-12	8	8	6	5	15	13	-16	-46	-5	10	11

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

표 4. 한국전력의 실적 추정 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
환율 (원/달러)	1,276	1,316	1,312	1,321	1,329	1,375	1,300	1,300	1,144	1,292	1,306	1,326	1,300
뉴캐슬 연료탄 (달러/t)	128	109	90	100	96	87	84	84	84	179	107	88	86
Brent (달러/bbl)	82	78	86	83	82	87	89	90	71	99	82	87	89
SMP (원/kWh)	237	152	147	130	131	128	133	137	94	197	167	131	133
전기판매 가격 (원/kWh)	147	145	160	158	161	152	168	161	108	121	153	161	161
전기판매량 (TWh)	143	127	145	131	142	132	148	135	533	548	546	557	570
민간 전력구입량 (TWh)	150	137	157	145	150	142	160	151	576	594	588	602	616
국가 발전믹스 (%)	100	89	106	97	98	93	106	103	400	408	392	399	408
원전	92	85	99	93	92	90	100	100	357	373	369	381	394
석탄	50	47	50	47	53	49	53	47	175	184	194	204	211
LNG													
유류	29.7	30.9	29.8	32.5	30.2	33.4	30.7	37.0	27.4	29.6	30.7	32.8	34.4
신재생	31.4	31.4	33.5	31.7	30.9	29.8	32.0	29.4	34.5	33.1	32.0	30.6	29.5
한전 발전 가동률 (%)	29.1	26.2	26.4	25.7	29.1	23.9	26.4	23.2	29.2	27.6	26.9	25.7	25.3
원전 가동률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
석탄발전 가동률	9.6	11.4	10.2	10.1	9.6	12.8	10.8	10.2	8.4	9.5	10.3	10.8	10.7

자료: Bloomberg, 한국전력, 대신증권 Research Center

표 5. 가정치 변동에 따른 한국전력의 실적 민감도 분석 (단위: 십억원)

		2024F	2025F			2024F	2025F
유가	연료비 증감	-59	-54	원자력	연료비 증감	34	37
1 달러/bbl	전력구입비 증감	-222	-226	가동률	전력구입비 증감	-299	-324
하락	영업이익 증감	281	280	1% 상승	영업이익 증감	264	288
석탄	연료비 증감	-77	-90	원자력	연료비 증감	91	93
1 달러/톤	전력구입비 증감	0	0	발전비중	전력구입비 증감	-786	-821
하락	영업이익 증감	77	90	1% 상승	영업이익 증감	696	728
환율	연료비 증감	-108	-163	석탄발전	연료비 증감	-265	-252
10 원/달러	전력구입비 증감	-201	-217	가동률	전력구입비 증감	461	480
하락	영업이익 증감	309	380	1% 하락	영업이익 증감	-197	-228
SMP	연료비 증감	0	-17	석탄발전	연료비 증감	-451	-431
1 원/kWh	전력구입비 증감	-204	-211	발전비중	전력구입비 증감	786	821
하락	영업이익 증감	204	228	1% 하락	영업이익 증감	-335	-390

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	71,258	88,219	94,379	96,677	99,393
매출원가	100,904	89,700	81,468	82,825	85,384
매출총이익	-29,646	-1,480	12,911	13,853	14,009
판매비와관리비	3,009	3,062	3,474	3,556	3,656
영업이익	-32,655	-4,542	9,437	10,296	10,353
영업외수익	-45.8	-5.1	10.0	10.7	10.4
EBITDA	-20,194	8,491	22,540	23,459	23,565
영업외손익	-1,188	-3,012	-2,418	-2,039	-1,657
관계기업손익	1,310	613	1,320	1,339	1,362
금융수익	1,833	1,425	1,970	1,693	1,701
오환관련이익	271	166	166	166	166
금융비용	-4,747	-5,347	-6,017	-5,359	-5,050
오환관련손실	1,281	541	541	541	541
기타	415	297	309	288	329
법인세비용차감전순이익	-33,844	-7,554	7,018	8,257	8,695
법인세비용	9,415	2,838	-1,649	-1,982	-2,087
계속사업순이익	-24,429	-4,716	5,369	6,275	6,608
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-24,429	-4,716	5,369	6,275	6,608
당기순이익률	-34.3	-5.3	5.7	6.5	6.6
비재계분순이익	38	106	106	94	99
재계분순이익	-24,467	-4,823	5,263	6,181	6,509
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	125	-23	4	-1	0
포괄순이익	-23,182	-4,945	5,411	6,268	6,610
비재계분포괄이익	91	88	107	94	99
재계분포괄이익	-23,273	-5,033	5,304	6,174	6,511

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-38,112	-7,512	8,199	9,629	10,140
PER	NA	NA	2.5	2.1	2.0
BPS	63,158	55,837	64,035	72,774	81,833
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	-31,456	13,226	35,111	36,542	36,708
EV/EBITDA	NA	17.0	6.2	5.8	5.5
SPS	111,000	137,421	147,015	150,596	154,826
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-26,867	17,322	39,823	41,206	41,351
DPS	0	0	890	1,080	1,330

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	17.4	23.8	7.0	2.4	2.8
영업이익 증/감률	작지	작지	흑전	9.1	0.5
순이익 증/감률	작지	작지	흑전	16.9	5.3
수익성					
ROIC	-13.1	-1.5	3.9	4.2	4.2
ROA	-14.6	-1.9	3.9	4.2	4.2
ROE	-46.9	-12.6	13.7	14.1	13.1
안정성					
부채비율	459.1	543.3	472.2	409.3	358.6
순차입금비율	280.0	349.8	294.5	248.0	209.9
이자보상비율	-11.6	-1.0	2.1	2.6	2.8

자료: 한국전력 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	29,751	29,536	33,128	34,493	36,253
현금및현금성자산	3,235	4,343	6,614	7,501	8,686
매출채권 및 기타채권	10,396	11,913	12,693	12,991	13,342
재고자산	9,931	8,876	9,495	9,727	10,000
기타유동자산	6,189	4,405	4,326	4,274	4,225
비유동자산	205,054	210,179	211,390	212,534	213,631
유형자산	177,865	179,876	180,562	181,156	181,674
관계기업투자금	8,992	9,663	10,154	10,646	11,138
기타비유동자산	18,197	20,641	20,673	20,732	20,819
자산총계	234,805	239,715	244,518	247,347	250,484
유동부채	44,519	61,248	62,704	64,120	65,725
매입채무 및 기타채무	11,577	8,737	9,040	9,153	9,287
차입금	8,820	10,667	10,677	10,687	10,697
유동상채무	13,839	30,454	30,354	30,254	30,154
기타유동부채	10,283	11,390	12,632	14,026	15,587
비유동부채	148,286	141,202	139,078	134,658	130,144
차입금	97,946	92,510	90,341	85,876	81,318
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	50,340	48,691	48,736	48,781	48,827
부채총계	192,805	202,450	201,781	198,778	195,870
자본부분	40,545	35,845	41,108	46,718	52,534
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,112	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	21,431	16,338	21,601	27,211	33,027
기타자본변동	13,792	13,852	13,852	13,852	13,852
비재계분	1,455	1,420	1,628	1,850	2,081
자본총계	42,000	37,265	42,736	48,569	54,615
순차입금	117,614	130,369	125,865	120,450	114,640

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-23,478	1,522	18,487	20,133	20,443
당기순이익	-24,429	-4,716	5,369	6,275	6,608
비현금항목의기감	7,181	15,837	20,196	20,177	19,938
감가상각비	12,461	13,032	13,103	13,162	13,213
오환손익	523	364	397	397	397
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-5,803	2,441	6,696	6,618	6,329
자산부채의증감	-3,513	-5,142	-1,401	-721	-795
기타현금흐름	-2,717	-4,457	-5,676	-5,599	-5,309
투자활동 현금흐름	-14,954	-13,074	-14,311	-14,306	-14,312
투자자산	-2,918	667	-575	-578	-581
유형자산	-11,717	-13,599	-13,628	-13,598	-13,578
기타	-319	-142	-108	-131	-153
재무활동 현금흐름	38,998	12,662	-2,235	-5,102	-5,318
단기차입금	5,852	1,947	10	10	10
사채	33,341	10,746	-2,169	-4,465	-4,559
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-56	-56	0	-571	-693
기타	-140	24	-76	-76	-76
현금의증감	600	1,108	2,272	886	1,186
기초 현금	2,635	3,235	4,343	6,614	7,501
기말 현금	3,235	4,343	6,614	7,501	8,686
NOPLAT	-23,571	-2,835	7,219	7,825	7,868
FCF	-23,537	-3,786	6,290	6,965	7,059

[Compliance Notice]

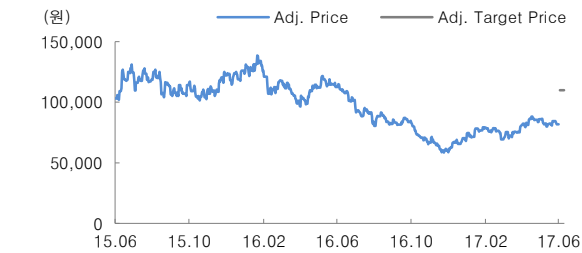
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:허민호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국전력(015760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.13	24.05.06	24.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000
과다율(평균%)		(28.54)	
과다율(최대/최소%)		(27.17)	(100.00)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			
제시일자			00.06.29
투자의견			
목표주가			
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240508)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.4%	5.6%	0.0%

- 산업 투자의견**
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상