

한국전력 (015760)

대세 상승 사이클

투자의견

BUY(유지)

목표주가

33,000 원(상향)

현재주가

23,550 원(2/23)

시가총액

15,118(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- BPS 증가 반영해 목표주가 33,000원(+3%)으로 상향, 투자의견 BUY 유지. 4Q23 매출액 22.5조원(-8%qoq, +16%yoy), 영업이익 1.9조원(-6%qoq, 흑전yoy)으로 당사 추정치에 부합하는 실적. 평균 전기요금은 162원/kWh, 원가는 158원/kWh으로 3Q에 이어 흑자 지속. 신한울#2가 시운전 단계임에도 불구하고 에너지 가격 약세로 전년 대비 실적 대폭 증가. 별도 당기순이익도 3.6조원으로 흑자 전환하며 정부 정책에 따라 배당 기대감도 부각될 전망
- 1Q24 매출액 24.7조원(+10%qoq, +14%yoy), 영업이익 3.0조원(+59%qoq, 흑전yoy)으로 실적 모멘텀 지속될 전망. LNG 발전단가 하락으로 한전의 가중평균 원가 감소로 이어질 것이라 판단. 1) 재생에너지 발전량 증가로 인한 중앙 급전 발전소 수요 차감 효과, 2) 현물 LNG 가격 약세로 인한 도입 원가 감소(KOGAS 비중 10~20%)로 SMP는 박스권 등락이 예상되며, 3) 신한울 #2가 3월부터 풀가동되며 발전 믹스도 지속 개선될 전망

| | |
|------------|--------|
| 주가(원,2/23) | 23,550 |
| 시가총액(십억원) | 15,118 |

| | |
|-----------------|---------|
| 발행주식수(천주) | 641,964 |
| 52주 최고가(원) | 23,950 |
| 최저가(원) | 16,030 |
| 52주 일간 Beta | 0.69 |
| 60일 일평균거래대금(억원) | 333 |
| 외국인 지분율(%) | 14.6 |
| 배당수익률(2023F, %) | 0.0 |

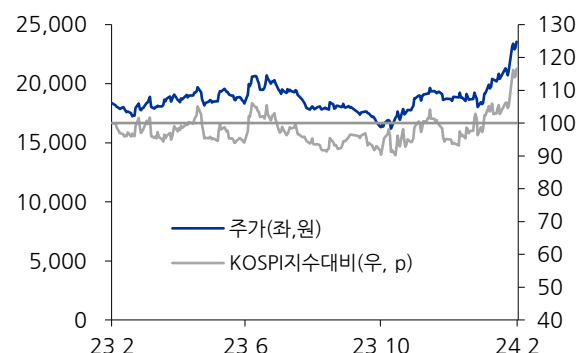
| | |
|---------------|------|
| 주주구성(%) | |
| 한국산업은행 (외 3인) | 51.1 |
| 국민연금공단 (외 1인) | 6.6 |

| | | | |
|---------|------|------|------|
| 주가상승(%) | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준 | 21.3 | 23.7 | 19.5 |
| 절대기준 | 28.9 | 30.2 | 28.9 |

| | | | |
|----------|--------|--------|----|
| (원, 십억원) | 현재 | 직전 | 변동 |
| 투자의견 | BUY | BUY | - |
| 목표주가 | 33,000 | 32,000 | ▲ |
| 영업이익(24) | 10,785 | 9,989 | ▲ |
| 영업이익(25) | 10,859 | 10,603 | ▲ |

| 12월 결산(십억원) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 71,258 | 88,205 | 93,082 | 93,260 |
| 영업이익 | -32,655 | -4,569 | 10,785 | 10,859 |
| 세전손익 | -33,844 | -7,400 | 8,856 | 8,901 |
| 당기순이익 | -24,429 | -4,657 | 6,433 | 6,432 |
| EPS(원) | -38,112 | -7,417 | 10,157 | 10,145 |
| 증감률(%) | - | - | 흑전 | -0.1 |
| PER(배) | - | - | 2.3 | 2.3 |
| ROE(%) | -46.9 | -12.6 | 16.9 | 14.5 |
| PBR(배) | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| EV/EBITDA(배) | - | 16.4 | 6.1 | 5.9 |

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 별도 기준 순이익 개선 이유

- 4Q23 자회사 중간배당 3.2 조원 결정으로 배당금수익 증가 → 별도기준 순이익 개선

Q. 배당가능이익

- 한전법상 별도당기순이익에서 이월결손준비금 제외분을 배당가능이익으로 산정
- '23 년 배당여부는 실적 확정 시점에 결정 예정이나, 향후 흑자 전환할 경우 기재부 정책과 연계하여 결정 가능할 것

Q. 주주가치제고

- '24 년 경영평가항목에 상장공기업 주주가치 제고 항목 포함 관련 보도 있었으나 확정 X
- 추후 평가 편람 확정되면 상세 내용 소통 가능할 듯

Q. LNG, 석탄 분기별 단가

- 분기 전망 공유 않고 있음

Q. 구입전력비 분기별 단가

- 한국전력 통계에서 과거 월별 실적 확인 가능
- 전망은 공유 불가

Q. 자회사 중간배당 이유

- 자회사 입장에서는 설명 곤란
- 별도기준 한전법상 사채발행한도 유지 차원에서 의사결정

Q. 개별소비세 인하 연장 종료 반영 여부

- 현재 공개된 사항까지는 반영됨

Q. 재무구조 목표/정책

- 배당정책 명확하게 결정된 바 없어 추후 의사결정 시 소통 예정

Q. LNG 가격 하락에 따른 원가 추가하락 가능성

- 현재 LNG 스팟가격 약세이나 당사에는 5~6 개월 시차를 두고 영향 발생
- 현물가도 중요하나, KOGAS 에서 장단기 물량배분을 어떻게 하느냐에 따라 영향 다를 듯 (대부분이 KOGAS 도입물량)

Q. 우라늄 재고

- 한수원 우라늄 연료계약은 5~10 년 장기계약으로 진행
- 한수원이 물량조절권 보유. 우라늄 가격추이에 따라 구입시점 조절하여 연료단가 관리
- 재고는 3 년간 운영이 가능한 수준 보유

Q. 정산조정계수 방향성

- SMP 에서 발전사연료비를 차감한 것이 마진
- 상기 마진에서 발전사가 가져가는 적정금액을 결정하기 위해 적용하는 것이 정산조정계수
- 결과적으로는, SMP 와 연료비의 차이가 얼마나 큰지에 따라 계수가 결정되는 구조
- 계수가 낮다고 해서 발전사 정산금이 무조건 적어지는 것은 아님
- 계수 방향성 예측 어려우며, 큰 의미도 없음

Q. 4Q22 대비 기타손익 증감요인

- 올해 특별한 사업 매각 없어 기타손익 감소

Q. CAPEX

- 연결기준 '24년 17.6조원, '25년 19.9조원 계획
 - '24년: 송배전 8.2조원, 원전 4.2조원, 화력 3.7조원, 이외 신재생 및 기타

도표 1. 연간 실적 변경 내역

| (단위: 십억원, %) | 수정전 | | 수정후 | | 변경률 | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 매출액 | 95,705 | 95,937 | 93,082 | 93,260 | (2.7) | (2.8) |
| 영업이익 | 9,989 | 10,603 | 10,785 | 10,859 | 8.0 | 2.4 |
| 영업이익률(%) | 10.4 | 11.1 | 11.6 | 11.6 | 1.1 | 0.6 |
| EBITDA | 24,132 | 25,080 | 24,871 | 25,347 | 3.1 | 1.1 |
| EBITDA 이익률(%) | 25.2 | 26.1 | 26.7 | 27.2 | 1.5 | 1.0 |
| 순이익 | 6,114 | 6,499 | 6,433 | 6,432 | 5.2 | (1.0) |

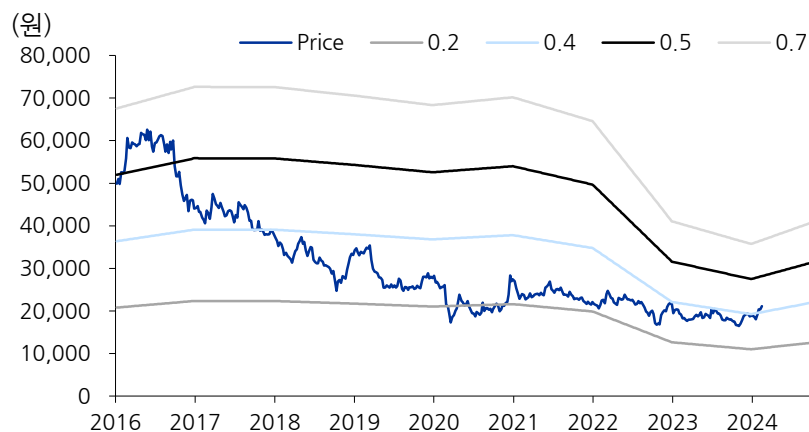
자료: 유진투자증권

도표 2. 세부 실적 추정

| (십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액 | 21,594 | 19,623 | 24,470 | 22,519 | 24,697 | 21,661 | 24,559 | 22,165 | 88,205 | 93,082 | 93,260 |
| 영업비용 | 27,772 | 21,895 | 22,473 | 20,634 | 21,698 | 19,891 | 20,895 | 19,814 | 92,774 | 82,297 | 82,401 |
| 연료비 | 9,083 | 6,049 | 6,542 | 5,481 | 4,907 | 4,999 | 5,167 | 5,223 | 27,155 | 20,297 | 21,708 |
| 구입전력비 | 12,171 | 8,918 | 9,255 | 7,960 | 10,045 | 8,003 | 8,701 | 7,236 | 38,304 | 33,985 | 31,259 |
| 기타 | 6,518 | 6,928 | 6,676 | 7,193 | 6,745 | 6,889 | 7,027 | 7,354 | 27,315 | 28,015 | 29,434 |
| 영업이익 | (6,178) | (2,272) | 1,997 | 1,884 | 3,000 | 1,770 | 3,664 | 2,351 | (4,569) | 10,785 | 10,859 |
| OPM(%) | (28.6) | (11.6) | 8.2 | 8.4 | 12.1 | 8.2 | 14.9 | 10.6 | (5.2) | 11.6 | 11.6 |
| 세전이익 | (6,855) | (2,955) | 1,247 | 1,163 | 2,718 | 1,602 | 3,275 | 1,261 | (7,400) | 8,856 | 8,901 |
| 순이익 | (4,911) | (1,904) | 833 | 1,325 | 1,984 | 1,170 | 2,391 | 888 | (4,657) | 6,433 | 6,432 |

자료: 한국가스공사, 유진투자증권

도표 3. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계 | 211,124 | 234,805 | 244,032 | 249,667 | 255,256 |
| 유동자산 | 22,051 | 29,751 | 29,550 | 29,813 | 29,888 |
| 현금성자산 | 4,188 | 4,389 | 2,236 | 1,267 | 1,298 |
| 매출채권 | 8,062 | 10,396 | 11,424 | 12,056 | 12,079 |
| 재고자산 | 7,608 | 9,931 | 10,855 | 11,455 | 11,477 |
| 비유동자산 | 189,073 | 205,054 | 214,482 | 219,854 | 225,368 |
| 투자자산 | 14,789 | 26,132 | 32,347 | 34,136 | 34,201 |
| 유형자산 | 173,135 | 177,865 | 181,185 | 184,875 | 190,422 |
| 기타 | 1,150 | 1,057 | 949 | 844 | 744 |
| 부채총계 | 145,797 | 192,805 | 207,290 | 206,405 | 205,481 |
| 유동부채 | 31,732 | 44,519 | 45,006 | 43,673 | 42,297 |
| 매입채무 | 7,916 | 11,577 | 12,064 | 12,731 | 12,756 |
| 유동성이자부채 | 14,621 | 23,318 | 23,318 | 21,318 | 19,918 |
| 기타 | 9,196 | 9,624 | 9,624 | 9,624 | 9,624 |
| 비유동부채 | 114,065 | 148,286 | 162,284 | 162,732 | 163,184 |
| 비유동이자부채 | 70,397 | 101,883 | 115,438 | 115,438 | 115,438 |
| 기타 | 43,667 | 46,403 | 46,846 | 47,294 | 47,746 |
| 자본총계 | 65,327 | 42,000 | 36,742 | 43,262 | 49,775 |
| 자배지분 | 63,780 | 40,545 | 35,287 | 41,808 | 48,320 |
| 자본금 | 3,210 | 3,210 | 3,210 | 3,210 | 3,210 |
| 자본잉여금 | 2,075 | 2,112 | 2,112 | 2,112 | 2,112 |
| 이익잉여금 | 45,258 | 21,431 | 16,670 | 23,190 | 29,703 |
| 기타 | 13,237 | 13,792 | 13,295 | 13,295 | 13,295 |
| 비자배지분 | 1,546 | 1,455 | 1,455 | 1,455 | 1,455 |
| 자본총계 | 65,327 | 42,000 | 36,742 | 43,262 | 49,775 |
| 충차입금 | 85,018 | 125,201 | 138,756 | 136,756 | 135,356 |
| 순차입금 | 80,830 | 120,812 | 136,520 | 135,489 | 134,058 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 영업현금 | 4,491 | (23,478) | 16,224 | 17,920 | 19,967 |
| 당기순이익 | (5,216) | (24,429) | (4,657) | 6,433 | 6,432 |
| 자산상각비 | 11,942 | 12,461 | 13,826 | 14,086 | 14,487 |
| 기타비현금성손익 | 2,531 | (5,280) | 6,423 | (4,969) | (3,778) |
| 운전자본증감 | (2,313) | (3,513) | (1,465) | (565) | (21) |
| 매출채권감소(증가) | 653 | (1,829) | (1,028) | (632) | (23) |
| 재고자산감소(증가) | (1,738) | (3,001) | (924) | (600) | (22) |
| 매입채무증가(감소) | 1,574 | 2,844 | 487 | 667 | 24 |
| 기타 | (2,801) | (1,527) | 0 | 0 | 0 |
| 투자현금 | (12,373) | (14,954) | (18,377) | (16,889) | (18,537) |
| 단기투자자산감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기투자증권감소 | (669) | (305) | (1,338) | 781 | 1,398 |
| 설비투자 | (12,687) | (12,347) | (16,982) | (17,629) | (19,906) |
| 유형자산처분 | 278 | 630 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (113) | (80) | (57) | (41) | (29) |
| 재무현금 | 8,435 | 38,998 | 13,555 | (2,000) | (1,400) |
| 차입금증가 | 9,081 | 38,631 | 13,555 | (2,000) | (1,400) |
| 자본증가 | (826) | (56) | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 826 | 56 | 0 | 0 | 0 |
| 현금 증감 | 606 | 600 | (2,153) | (969) | 31 |
| 기초현금 | 2,030 | 2,635 | 3,235 | 1,082 | 113 |
| 기말현금 | 2,635 | 3,235 | 1,082 | 113 | 144 |
| Gross Cash flow | 9,257 | (17,248) | 17,689 | 18,485 | 19,988 |
| Gross Investment | 14,685 | 18,466 | 19,841 | 17,454 | 18,557 |
| Free Cash Flow | (5,428) | (35,714) | (2,153) | 1,031 | 1,431 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 60,674 | 71,258 | 88,205 | 93,082 | 93,260 |
| 증가율(%) | 3.6 | 17.4 | 23.8 | 5.5 | 0.2 |
| 매출원가 | 63,644 | 100,904 | 89,858 | 79,116 | 79,156 |
| 매출총이익 | (2,971) | (29,646) | (1,653) | 13,966 | 14,105 |
| 판매 및 일반관리비 | 2,876 | 3,009 | 2,916 | 3,182 | 3,245 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업이익 | (5,846) | (32,655) | (4,569) | 10,785 | 10,859 |
| 증가율(%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 0.7 |
| EBITDA | 6,096 | (20,194) | 9,257 | 24,871 | 25,347 |
| 증가율(%) | (61.0) | 적전 | 흑전 | 168.7 | 1.9 |
| 영업외손익 | (1,225) | (1,188) | (2,830) | (1,928) | (1,958) |
| 이자수익 | 232 | 370 | 182 | 176 | 169 |
| 이자비용 | 1,914 | 2,819 | 3,467 | 3,543 | 3,521 |
| 지분법손익 | 495 | 1,310 | 1,048 | 1,468 | 1,424 |
| 기타영업손익 | (38) | (50) | (594) | (30) | (30) |
| 세전순이익 | (7,072) | (33,844) | (7,400) | 8,856 | 8,901 |
| 증가율(%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 0.5 |
| 법인세비용 | (1,856) | (9,415) | (2,743) | 2,424 | 2,469 |
| 당기순이익 | (5,216) | (24,429) | (4,657) | 6,433 | 6,432 |
| 증가율(%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | (0.0) |
| 지배주주지분 | (5,305) | (24,467) | (4,762) | 6,521 | 6,513 |
| 증가율(%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | (0.1) |
| 비지배지분 | 89 | 38 | 105 | (88) | (81) |
| EPS(원) | (8,263) | (38,112) | (7,417) | 10,157 | 10,145 |
| 증가율(%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | (0.1) |
| 수정EPS(원) | (8,263) | (38,112) | (7,417) | 10,157 | 10,145 |
| 증가율(%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | (0.1) |

주요투자지표

| | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (8,263) | (38,112) | (7,417) | 10,157 | 10,145 |
| BPS | 99,352 | 63,158 | 54,967 | 65,124 | 75,269 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 밸류에이션(배, %) | | | | | |
| PER | - | - | - | 2.3 | 2.3 |
| PBR | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 15.6 | - | 16.4 | 6.1 | 5.9 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | - | - | - |
| PCR | 1.5 | - | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | (9.6) | (45.8) | (5.2) | 11.6 | 11.6 |
| EBITDA이익률 | 10.0 | (28.3) | 10.5 | 26.7 | 27.2 |
| 순이익률 | (8.6) | (34.3) | (5.3) | 6.9 | 6.9 |
| ROE | (8.0) | (46.9) | (12.6) | 16.9 | 14.5 |
| ROIC | (3.1) | (16.3) | (2.1) | 4.8 | 4.7 |
| 안정성 (배, %) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 123.7 | 287.6 | 371.6 | 313.2 | 269.3 |
| 유동비율 | 69.5 | 66.8 | 65.7 | 68.3 | 70.7 |
| 이자보상배율 | (3.1) | (11.6) | (1.3) | 3.0 | 3.1 |
| 활동성 (회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 매출채권회전율 | 7.6 | 7.7 | 8.1 | 7.9 | 7.7 |
| 재고자산회전율 | 8.5 | 8.1 | 8.5 | 8.3 | 8.1 |
| 매입채무회전율 | 8.8 | 7.3 | 7.5 | 7.5 | 7.3 |

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

| | | |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| · BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 96% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 3% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 1% |

(2023.12.31 기준)

