



Neutral

목표주가(12M) 20,000원(상향)
현재주가(1.22) 18,430원

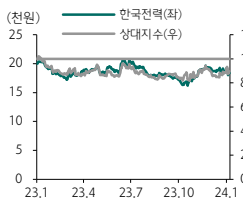
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,464.35
52주 최고/최저(원)	20,700/16,190
시가총액(십억원)	11,831.4
시가총액비중(%)	0.59
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,321.8
60일 평균 거래대금(십억원)	24.2
외국인지분율(%)	13.93
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.59

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	88,474.6	93,745.7
영업이익(십억원)	(5,996.1)	4,750.0
순이익(십억원)	(6,228.5)	1,623.0
EPS(원)	(9,682)	2,514
BPS(원)	53,870	56,681

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	60,673.6	71,257.9	87,483.1	93,847.9
영업이익	(5,846.5)	(32,655.2)	(5,386.1)	8,888.5
세전이익	(7,071.6)	(33,843.6)	(8,161.0)	5,639.7
순이익	(5,304.5)	(24,466.9)	(5,754.2)	4,229.8
EPS	(8,263)	(38,112)	(8,963)	6,589
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(2.67)	(0.57)	(2.11)	2.74
PBR	0.22	0.35	0.35	0.29
EV/EBITDA	15.78	(6.59)	17.69	5.99
ROE	(7.97)	(46.90)	(15.21)	11.37
BPS	99,352	63,158	54,670	61,258
DPS	0	0	0	790



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

하나증권 리서치센터

2024년 1월 23일 | 기업분석_Earnings Preview

한국전력 (015760)

정상화로 한걸음

목표주가 20,000원으로 상향, 투자의견 중립 유지

한국전력의 목표주가를 20,000원으로 기존대비 11.1% 상향하며 투자의견 중립을 유지한다. 2024년 예상 BPS에 목표 PBR 0.33배를 적용했다. 4분기 실적은 시장 기대치를 상회할 전망이다. 시장 눈높이가 조금씩 조정되고 있지만 아직 추가 상향 여지가 있다. 기타비용 변동 여부에 따라 이익 규모는 달라질 수 있으나 11월까지 전력통계와 SMP 추이를 감안할 경우 흑자 기조는 4분기 이후에도 이어질 전망이다. 2024년 실적 기준 PBR 0.3배다.

4Q23 영업이익 1.1조원(흑자전환) 컨센서스 상회 전망

4분기 매출액 21.8조원으로 전년대비 11.8% 증가할 전망이다. 계절적 비수기에 전년대비 전력수요 감소가 예상되나 누적된 전기요금 조정 및 11월 추가 인상 영향으로 외형 성장이 가능하다. 영업이익은 1.1조원을 기록하며 흑자 기조가 유지될 전망이다. 2023년 5~6월에 낮았던 국제유가가 SMP 하락으로 이어졌고 유연탄 가격도 지속적으로 하락해온 영향이다. 연료비와 구입전력비는 각각 6.1조원, 6.4조원으로 전년대비 40.0%, 45.9% 감소할 것으로 추정된다. 통상 4분기에는 ETS, 경영평가 성과급 등 기타 일회성 비용들이 크게 반영되나 온실가스배출권 가격 약세, 경영평가 등급 하락(D) 등으로 올해는 제한적일 전망이다. 홀수 연도에 반영되는 원전 사후처리비용 충당부채는 아직 개정 고시가 이뤄지지 않았다. 2024년 1분기 SMP가 다소 높아질 수 있으나 성수기라 만회가 가능하고 2분기부터 다시 완화되는 흐름이 예상되기 때문에 당분간 분기 기준 증익 추세가 지속될 전망이다.

불확실한 규제 환경 대비 확실하게 좋아지는 실적

총선 이후 전기요금 인상에 대한 기대감은 실적 부진으로 감소한 자본을 만회해야 한다는 당위성에서 비롯했을 것으로 보인다. 과연 영업실적 흑자 기조에서 요금을 올려야 하려면 특별한 명분이나 조건이 요구된다. 때문에 정말 긴급한 상황인 것인지에 대한 판단이 선행되어야 한다. 자회사 배당 등으로 사채발행 여력을 확보한 현재 추가 요금 인상 필요성은 크지 않다. 한편 전기요금 인하 검토 관련한 언론보도 이후 단기 주가 변동성이 확대되는 모습이다. 연료비 조정단가는 기술적으로는 3월 변동이 가능하지만 11월 인상에 버금가는 인하조치를 1개 분기도 안되어 단행한다고 보는 것은 다소 무리한 추정이다. 가장 안정적인 상황은 해당 사례와 같이 흑시라도 발생할 부정적인 규제 리스크를 반영해도 충분한 수익을 기록할 수 있을 정도의 우호적인 원가 흐름이 나타나는 것이다. 현 시점은 규제 불확실성을 고려해도 더 나빠지지 않는 영업환경으로 간주된다.

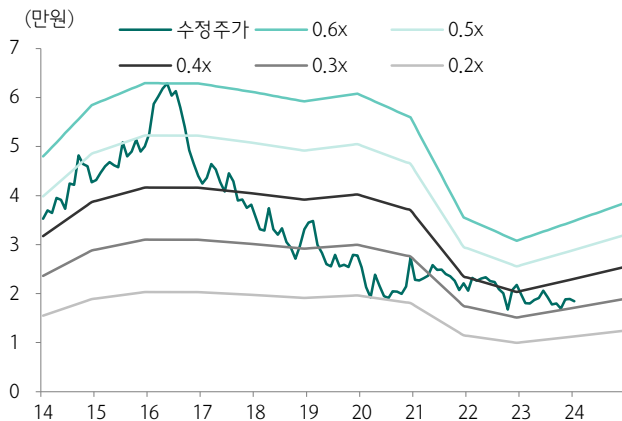
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023F				2024F				4Q23 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	215,941	196,225	244,699	217,966	239,441	213,362	257,021	228,654	11.8	(10.9)
전기판매수익	202,591	183,617	231,641	205,233	226,216	201,144	244,140	214,952	12.5	(11.4)
기타매출	13,350	12,608	13,058	12,734	13,225	12,218	12,882	13,702	1.8	(2.5)
영업이익	(61,775)	(22,724)	19,965	10,673	29,273	17,582	32,371	9,660	흑전	(46.5)
연료비	90,830	60,488	65,418	62,051	61,765	57,783	64,923	64,013	(40.0)	(5.1)
구입전력비	121,709	89,178	92,553	64,413	79,730	66,496	90,820	71,652	(45.9)	(30.4)
기타	65,177	69,283	66,763	80,830	68,672	71,502	68,907	83,330	0.2	21.1
세전이익	(68,548)	(29,551)	12,473	4,016	20,908	8,717	23,345	3,427	흑전	(67.8)
순이익	(49,465)	(19,028)	7,939	3,012	15,681	6,538	17,509	2,570	흑전	(62.1)
영업이익률(%)	(28.6)	(11.6)	8.2	4.9	12.2	8.2	12.6	4.2	-	-
세전이익률(%)	(31.7)	(15.1)	5.1	1.8	8.7	4.1	9.1	1.5	-	-
순이익률(%)	(22.9)	(9.7)	3.2	1.4	6.5	3.1	6.8	1.1	-	-
전력판매(GWh)	143,210	126,737	145,147	129,291	143,159	128,004	146,598	130,584	(1.9)	(10.9)
판매단가(원/kWh)	141	145	160	159	158	157	167	165	14.7	(0.5)
원/달러 환율	1,276	1,316	1,313	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	(2.7)	0.6
석탄(천원/톤)	268	247	211	192	179	186	195	202	(38.6)	(9.1)
LNG(천원/톤)	1,859	1,719	1,121	1,142	1,307	1,245	1,220	1,183	(42.4)	1.9

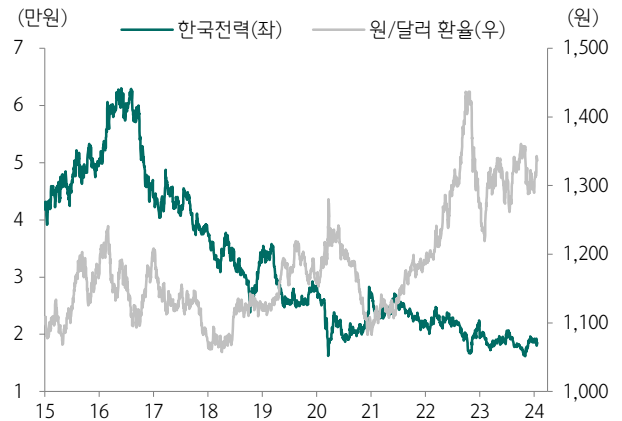
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



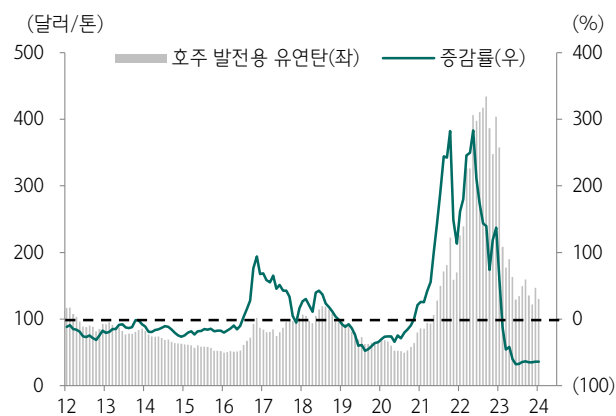
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



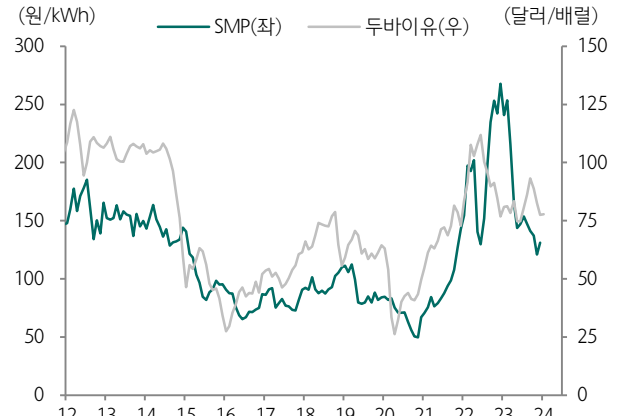
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 가격 (12월 YoY -63.6%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 (12월 SMP YoY -51.0%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	60,673.6	71,257.9	87,483.1	93,847.9	95,651.6
매출원가	63,644.3	100,903.6	89,742.8	80,904.4	81,791.8
매출총이익	(2,970.7)	(29,645.7)	(2,259.7)	12,943.5	13,859.8
판매비	2,875.8	3,009.4	3,126.4	4,054.9	4,131.1
영업이익	(5,846.5)	(32,655.2)	(5,386.1)	8,888.5	9,728.8
금융손익	(1,843.2)	(2,913.5)	(3,896.1)	(4,219.4)	(4,077.3)
종속/관계기업손익	494.6	1,310.4	808.0	610.6	471.6
기타영업외손익	123.5	414.6	313.2	359.9	397.3
세전이익	(7,071.6)	(33,843.6)	(8,161.0)	5,639.7	6,520.4
법인세	(1,856.0)	(9,414.5)	(2,479.9)	1,409.9	1,630.1
계속사업이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(5,681.1)	4,229.8	4,890.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(5,681.1)	4,229.8	4,890.3
비지배주주지분 손이익	88.9	37.7	73.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(5,304.5)	(24,466.9)	(5,754.2)	4,229.8	4,890.3
지배주주지분포괄이익	(4,743.5)	(23,273.2)	(5,477.6)	4,049.6	4,682.0
NOPAT	(4,312.0)	(23,571.2)	(3,749.4)	6,666.4	7,296.6
EBITDA	6,096.0	(20,193.7)	7,810.5	22,385.6	23,365.5
성장성(%)					
매출액증가율	3.59	17.44	22.77	7.28	1.92
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	9.45
EBITDA증가율	(61.01)	적전	흑전	186.61	4.38
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	9.45
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	15.62
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	15.62
수익성(%)					
매출총이익률	(4.90)	(41.60)	(2.58)	13.79	14.49
EBITDA이익률	10.05	(28.34)	8.93	23.85	24.43
영업이익률	(9.64)	(45.83)	(6.16)	9.47	10.17
계속사업이익률	(8.60)	(34.28)	(6.49)	4.51	5.11

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(8,263)	(38,112)	(8,963)	6,589	7,618
BPS	99,352	63,158	54,670	61,258	68,086
CFPS	14,421	(26,867)	15,460	36,000	37,476
EBITDAPS	9,496	(31,456)	12,167	34,871	36,397
SPS	94,512	111,000	136,274	146,189	148,998
DPS	0	0	0	790	970
주가지표(배)					
PER	(2.67)	(0.57)	(2.11)	2.74	2.37
PBR	0.22	0.35	0.35	0.29	0.26
PCFR	1.53	(0.81)	1.22	0.50	0.48
EV/EBITDA	15.78	(6.59)	17.69	5.99	5.62
PSR	0.23	0.20	0.14	0.12	0.12
재무비율(%)					
ROE	(7.97)	(46.90)	(15.21)	11.37	11.78
ROA	(2.56)	(10.97)	(2.40)	1.71	1.95
ROIC	(2.48)	(13.11)	(2.04)	3.57	3.86
부채비율	223.18	459.06	571.91	512.89	458.86
순부채비율	123.16	280.03	341.71	297.55	262.39
이자보상배율(배)	(3.05)	(11.59)	(1.21)	1.99	2.23

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	22,050.8	29,750.5	33,536.0	34,805.9	34,671.2
금융자산	4,564.5	7,587.5	8,745.7	8,805.4	8,135.6
현금성자산	2,635.2	3,234.8	4,668.5	4,665.0	3,967.2
매출채권	7,539.9	9,504.1	10,627.3	11,148.4	11,378.8
재고자산	7,608.2	9,930.7	11,104.4	11,648.9	11,889.7
기타유동자산	2,338.2	2,728.2	3,058.6	3,203.2	3,267.1
비유동자산	189,072.9	205,054.4	211,593.0	214,714.8	217,351.7
투자자산	10,381.2	12,328.9	13,641.4	14,260.3	14,533.9
금융자산	2,909.8	3,336.8	3,586.6	3,712.5	3,768.1
유형자산	173,134.6	177,865.3	180,402.0	183,040.1	185,518.2
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,024.2	889.0	774.1
기타비유동자산	4,407.4	13,803.4	16,525.4	16,525.4	16,525.5
자산총계	211,123.7	234,805.0	245,129.1	249,520.8	252,022.9
유동부채	31,732.2	44,518.6	53,564.1	53,681.7	53,175.9
금융부채	14,620.7	23,318.0	30,215.0	29,251.2	28,267.1
매입채무	4,780.3	7,529.9	8,419.8	8,832.7	9,015.2
기타유동부채	12,331.2	13,670.7	14,929.3	15,597.8	15,893.6
비유동부채	114,064.8	148,286.2	155,082.4	155,126.6	153,751.4
금융부채	70,397.4	101,883.2	103,195.1	100,695.1	98,195.1
기타비유동부채	43,667.4	46,403.0	51,887.3	54,431.5	55,556.3
부채총계	145,797.0	192,804.7	208,646.4	208,808.3	206,927.3
지배주주지분	63,780.3	40,545.4	35,095.9	39,325.7	43,708.9
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,074.9	2,112.3	2,127.6	2,127.6	2,127.6
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(57.6)	497.0	837.7	837.7	837.7
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	15,625.9	19,855.7	24,238.8
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,386.7	1,386.7	1,386.7
자본총계	65,326.7	42,000.3	36,482.6	40,712.4	45,095.6
순금융부채	80,453.6	117,613.7	124,664.5	121,140.9	118,326.6

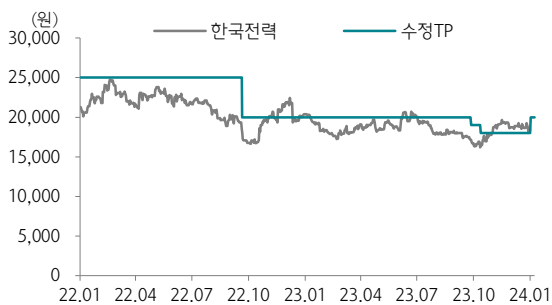
현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	4,491.4	(23,477.5)	4,964.8	20,250.7	19,642.9
당기순이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(5,681.1)	4,229.8	4,890.3
조정	12,019.7	4,464.2	11,130.4	13,497.1	13,636.8
감가상각비	11,942.5	12,461.4	13,196.6	13,497.1	13,636.8
외환거래손익	997.1	523.3	974.2	0.0	0.0
지분법손익	(494.6)	(1,310.4)	(599.0)	0.0	0.0
기타	(425.3)	(7,210.1)	(2,441.4)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(2,312.7)	(3,512.6)	(484.5)	2,523.8	1,115.8
투자활동 현금흐름	(12,372.5)	(14,953.8)	(13,934.7)	(16,682.2)	(16,301.6)
투자자산감소(증가)	(1,738.0)	(1,979.8)	(1,313.1)	(618.9)	(273.6)
자본증가(감소)	(12,408.7)	(11,717.0)	(14,010.7)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	1,774.2	(1,257.0)	1,389.1	(63.3)	(28.0)
재무활동 현금흐름	8,435.1	38,997.9	7,067.2	(3,463.9)	(3,991.2)
금융부채증가(감소)	10,307.3	40,183.2	8,208.9	(3,463.9)	(3,484.0)
자본증가(감소)	7.0	37.5	15.3	0.0	0.0
기타재무활동	(1,053.7)	(1,167.0)	(1,157.0)	0.0	0.0
배당지급	(825.5)	(55.8)	0.0	0.0	(507.2)
현금의 증감	605.7	599.5	1,472.7	(3.6)	(697.7)
Unlevered CFO	9,257.5	(17,247.7)	9,924.5	23,110.6	24,058.0
Free Cash Flow	(8,195.3)	(35,824.4)	(9,258.3)	4,250.7	3,642.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
24.1.23	Neutral	20,000	-	-
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%
22.4.29	1년 경과	-	-	-
21.4.29	Neutral	25,000	-6.62%	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 1월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 1월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 20일