



BUY(상향)

목표주가(12M) 32,000원(상향)  
현재주가(2.23) 23,550원

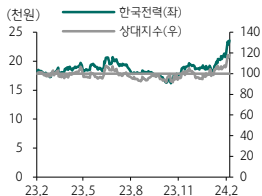
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,667.70
52주 최고/최저(원)	23,550/16,190
시가총액(십억원)	15,118.3
시가총액비중(%)	0.70
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,630.5
60일 평균 거래대금(십억원)	33.2
외국인지분율(%)	14.71
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.59

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	88,195.7	94,647.4
영업이익(십억원)	(5,354.4)	7,506.6
순이익(십억원)	(5,124.7)	3,566.1
EPS(원)	(8,105)	5,527
BPS(원)	55,495	61,268

#### Stock Price



#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023P	2024F
매출액	60,673.6	71,257.9	88,205.1	93,720.2
영업이익	(5,846.5)	(32,655.2)	(4,569.1)	10,937.0
세전이익	(7,071.6)	(33,843.6)	(7,399.6)	7,695.1
순이익	(5,304.5)	(24,466.9)	(4,761.5)	5,771.3
EPS	(8,263)	(38,112)	(7,417)	8,990
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(2.67)	(0.57)	(2.55)	2.62
PBR	0.22	0.35	0.34	0.36
EV/EBITDA	15.78	(6.59)	15.76	5.37
ROE	(7.97)	(46.90)	(12.43)	14.81
BPS	99,352	63,158	56,216	65,206
DPS	0	0	0	1,050



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

하나증권 리서치센터

2024년 2월 26일 | 기업분석\_Earnings Review

## 한국전력 (015760)

### 감량 끝 리바운드 시작

#### 목표주가 32,000원으로 상향, 투자의견 매수로 상향

한국전력 목표주가를 32,000원으로 기존대비 60% 상향하며 투자의견을 매수로 상향한다. 2024년 예상 BPS에 과거 2015~2016년 대규모 이익 달성 시기 평균 PBR 0.5배를 적용했다. 당시 대비 자본 규모가 작아졌기 때문에 밸류에이션 부담이 크지 않다. 4분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 다소 늦긴 했지만 꾸준한 요금 인상을 통해 90조원 이상 매출 규모를 갖췄다. 비용 안정화로 분기 조 단위 이익 지속이 가능하다. 정산조정계수에 따라 변동의 여지는 있지만 배당도 유의미한 수준으로 기대된다. 2024년 추정 실적 기준 PBR 0.4배다.

#### 4Q23 영업이익 1.8조원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

4분기 매출액은 22.5조원으로 전년대비 15.5% 증가했다. 11월 전기요금 인상이 추가 반영되며 외형 성장세가 지속되는 중이다. 영업이익은 1.8조원을 기록하면서 전년대비 흑자로 전환되었다. 원자재 가격 하락에 의한 변동비 절감이 실적 개선의 주요 원인이다. 유연탄 발전소 이용률은 전년대비 3.4%p 하락했고 원자력 발전소는 6.3%p 상승했다. 원재료 단가 하락과 발전 Mix 개선에 연료비는 5.3조원으로 전년대비 48.7%, 구입전력비는 8.0조원으로 33.2% 감소했다. 유연탄 단가는 지속적으로 하락하고 있으며 신규 원전 도입으로 Mix 또한 개선될 전망이다. 2024년 1분기 낮은 SMP 레벨이 지속되고 있어 계절성을 감안하면 분기 이익 규모가 과거 최대 이익 달성 당시 수준만큼 늘어날 가능성이 크다.

#### 길었던 고통만큼 줄어든 자본을 다시 빠르게 채우는 시간

2021년부터 2023년까지 누적된 영업손실은 43.1조원, 당기순손실은 34.5조원이다. 사실상 일회성으로 볼 수 있는 2020년을 제외하면 6년 동안 꾸준히 부진한 실적을 기록했다. 사채 발행한도 관련 법률도 개정하고 자회사 중간배당도 실시할 만큼 급박한 상황에 도달했지만 2024년부터 분위기가 빠르게 달라질 수 있다. 신규 기저설비들이 가동하는 가운데 환율과 주요 에너지 원자재 가격 변동이 크지 않다면 연간 10조원 이상 영업실적 달성이 가능하다. 비록 영업외비용이 늘어나긴 했지만 영업단에서는 과거 2015~2016년 사이클에 버금가는 수준으로 볼 수 있다. 만약 원가 지표가 추가로 안정화되거나 미뤄진 기후환경요금 정산이 이뤄지는 등 긍정적인 이벤트가 발생한다면 이익 측면의 레버리지는 더욱 확대될 수 있다. 10년 만에 찾아온 성장 사이클을 환영할 시점이다.

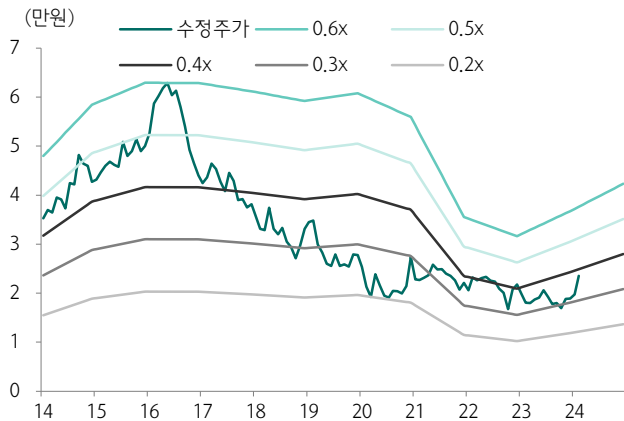
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023P				2024F				4Q23 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	215,941	196,225	244,699	225,186	239,777	211,504	254,926	230,994	15.5	(8.0)
전기판매수익	202,591	183,617	231,641	211,699	226,642	199,290	242,045	217,668	16.0	(8.6)
기타매출	13,350	12,608	13,058	13,487	13,136	12,214	12,882	13,326	7.8	3.3
영업이익	(61,775)	(22,724)	19,965	18,843	37,349	19,805	32,436	19,780	흑전	(5.6)
연료비	90,830	60,488	65,418	53,047	57,151	52,357	63,479	51,839	(48.7)	(18.9)
구입전력비	121,709	89,178	92,553	79,603	77,991	69,359	88,769	80,987	(33.2)	(14.0)
기타	65,177	69,283	66,763	73,693	67,286	69,982	70,242	78,388	(8.7)	10.4
세전이익	(68,548)	(29,551)	12,473	11,630	29,035	10,907	23,333	13,567	흑전	(6.8)
순이익	(49,465)	(19,028)	7,939	12,938	21,776	8,180	17,500	10,175	흑전	63.0
영업이익률(%)	(28.6)	(11.6)	8.2	8.4	15.6	9.4	12.7	8.6	-	-
세전이익률(%)	(31.7)	(15.1)	5.1	5.2	12.1	5.2	9.2	5.9	-	-
순이익률(%)	(22.9)	(9.7)	3.2	5.7	9.1	3.9	6.9	4.4	-	-
전력판매(GWh)	143,210	126,737	145,147	130,872	144,271	127,649	146,228	131,825	(0.7)	(9.8)
판매단가(원/kWh)	141	145	160	162	157	156	166	165	16.8	1.4
원/달러 환율	1,276	1,316	1,313	1,321	1,330	1,330	1,330	1,330	(2.7)	0.6
석탄(천원/톤)	268	247	211	195	180	180	177	177	(37.6)	(7.7)
LNG(천원/톤)	1,859	1,719	1,121	1,110	1,183	1,220	1,220	1,183	(44.0)	(1.0)

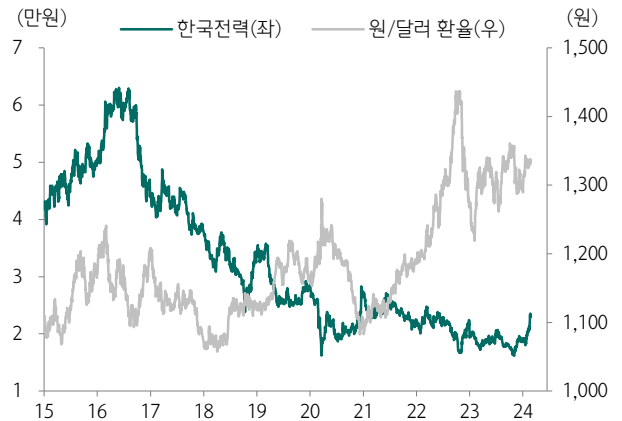
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



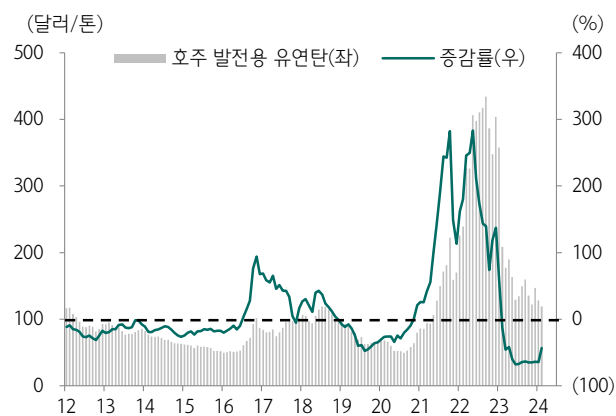
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



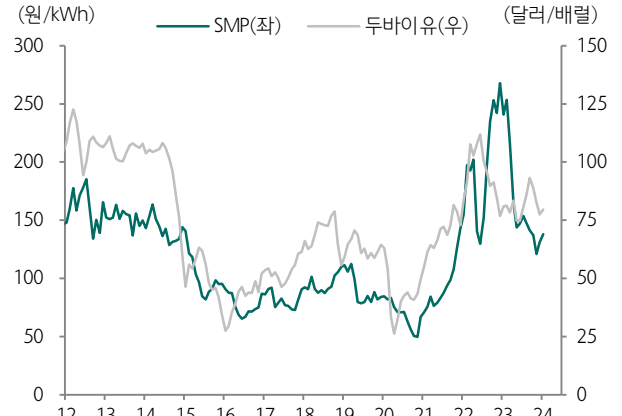
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 (2월 YoY -42.9%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (1월 SMP YoY -42.7%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

## 추정 재무제표

## 손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	60,673.6	71,257.9	88,205.1	93,720.2	94,742.0
매출원가	63,644.3	100,903.6	89,615.7	78,732.3	78,135.9
매출총이익	(2,970.7)	(29,645.7)	(1,410.6)	14,987.9	16,606.1
판매비	2,875.8	3,009.4	3,158.5	4,050.9	4,093.2
영업이익	(5,846.5)	(32,655.2)	(4,569.1)	10,937.0	12,512.9
금융손익	(1,843.2)	(2,913.5)	(3,922.4)	(4,177.4)	(3,962.9)
종속/관계기업손익	494.6	1,310.4	787.4	586.7	451.1
기타영업외손익	123.5	414.6	304.5	348.8	381.6
세전이익	(7,071.6)	(33,843.6)	(7,399.6)	7,695.1	9,382.7
법인세	(1,856.0)	(9,414.5)	(2,742.7)	1,923.8	2,345.7
계속사업이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(4,656.9)	5,771.3	7,037.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(4,656.9)	5,771.3	7,037.0
비지배주주지분 손이익	88.9	37.7	104.6	0.0	0.0
지배주주순이익	(5,304.5)	(24,466.9)	(4,761.5)	5,771.3	7,037.0
지배주주지분포괄이익	(4,743.5)	(23,273.2)	(4,497.0)	5,525.4	6,737.2
NOPAT	(4,312.0)	(23,571.2)	(2,875.5)	8,202.7	9,384.7
EBITDA	6,096.0	(20,193.7)	8,627.5	24,434.1	26,149.7
성장성(%)					
매출액증가율	3.59	17.44	23.78	6.25	1.09
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	14.41
EBITDA증가율	(61.01)	적전	흑전	183.21	7.02
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	14.41
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	21.93
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	21.94
수익성(%)					
매출총이익률	(4.90)	(41.60)	(1.60)	15.99	17.53
EBITDA이익률	10.05	(28.34)	9.78	26.07	27.60
영업이익률	(9.64)	(45.83)	(5.18)	11.67	13.21
계속사업이익률	(8.60)	(34.28)	(5.28)	6.16	7.43

## 투자지표

	2021	2022	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(8,263)	(38,112)	(7,417)	8,990	10,962
BPS	99,352	63,158	56,216	65,206	75,118
CFPS	14,421	(26,867)	16,632	39,136	41,756
EBITDAPS	9,496	(31,456)	13,439	38,061	40,734
SPS	94,512	111,000	137,399	145,990	147,581
DPS	0	0	0	1,050	1,660
주기지표(배)					
PER	(2.67)	(0.57)	(2.55)	2.62	2.15
PBR	0.22	0.35	0.34	0.36	0.31
PCFR	1.53	(0.81)	1.14	0.60	0.56
EV/EBITDA	15.78	(6.59)	15.76	5.37	4.84
PSR	0.23	0.20	0.14	0.16	0.16
재무비율(%)					
ROE	(7.97)	(46.90)	(12.43)	14.81	15.62
ROA	(2.56)	(10.97)	(1.98)	2.32	2.79
ROIC	(2.48)	(13.11)	(1.56)	4.39	4.96
부채비율	223.18	459.06	556.22	478.56	412.15
순부채비율	123.16	280.03	326.41	273.07	229.04
이자보상배율(배)	(3.05)	(11.59)	(1.03)	2.49	2.93

자료: 하나증권

## 대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	22,050.8	29,750.5	34,115.8	35,537.8	36,858.7
금융자산	4,564.5	7,587.5	8,508.0	9,272.4	10,266.7
현금성자산	2,635.2	3,234.8	4,388.1	5,118.1	6,095.4
매출채권	7,539.9	9,504.1	10,979.3	11,262.5	11,403.1
재고자산	7,608.2	9,930.7	11,472.2	11,768.1	11,915.1
기타유동자산	2,338.2	2,728.2	3,156.3	3,234.8	3,273.8
비유동자산	189,072.9	205,054.4	212,011.1	214,850.3	217,380.6
투자자산	10,381.2	12,328.9	14,059.5	14,395.8	14,562.8
금융자산	2,909.8	3,336.8	3,671.6	3,740.0	3,774.0
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	246,126.9	250,388.1	254,239.3
유동부채	31,732.2	44,518.6	51,819.1	51,426.4	50,728.0
금융부채	14,620.7	23,318.0	27,739.4	26,759.1	25,768.8
매입채무	4,780.3	7,529.9	8,698.7	8,923.0	9,034.4
기타유동부채	12,331.2	13,670.7	15,381.0	15,744.3	15,924.8
비유동부채	114,064.8	148,286.2	156,801.0	155,683.5	153,870.1
금융부채	70,397.4	101,883.2	103,195.1	100,695.1	98,195.1
기타비유동부채	43,667.4	46,403.0	53,605.9	54,988.4	55,675.0
부채총계	145,797.0	192,804.7	208,620.1	207,109.9	204,598.1
지배주주지분	63,780.3	40,545.4	36,088.6	41,859.9	48,222.9
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	16,618.5	22,389.8	28,752.8
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,418.3	1,418.3	1,418.3
자본총계	65,326.7	42,000.3	37,506.9	43,278.2	49,641.2
순금융부채	80,453.6	117,613.7	122,426.6	118,181.8	113,697.2

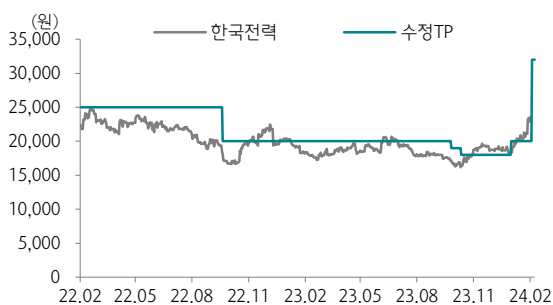
## 현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	4,491.4	(23,477.5)	7,693.9	20,639.9	21,354.9
당기순이익	(5,215.6)	(24,429.1)	(4,656.9)	5,771.3	7,037.0
조정	12,019.7	4,464.2	11,130.5	13,497.2	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)	(2,441.3)	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(2,312.7)	(3,512.6)	1,220.3	1,371.4	681.1
투자활동 현금흐름	(12,372.5)	(14,953.8)	(14,395.5)	(16,370.7)	(16,184.1)
투자자산감소(증가)	(1,738.0)	(1,979.8)	(1,731.1)	(336.3)	(167.0)
자본증가(감소)	(12,408.7)	(11,717.0)	(14,010.7)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	1,774.2	(1,257.0)	1,346.3	(34.4)	(17.1)
재무활동 현금흐름	8,435.1	38,997.9	4,591.6	(3,480.4)	(4,164.3)
금융부채증가(감소)	10,307.3	40,183.2	5,733.3	(3,480.4)	(3,490.2)
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	(674.1)
현금의 증감	605.7	599.5	1,192.2	730.0	977.3
Unlevered CFO	9,257.5	(17,247.7)	10,677.4	25,124.0	26,805.9
Free Cash Flow	(8,195.3)	(35,824.4)	(6,529.2)	4,639.9	5,354.9

## 투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 한국전력



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.26	BUY	32,000		
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%
22.4.29	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 2월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 2월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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 투자조건 비율공시

- 투자조건건의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 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	93.46%	6.07%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 02월 23일