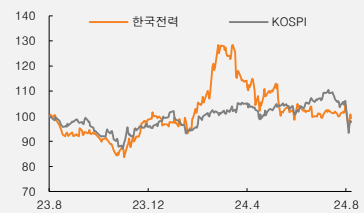


투자의견(상향)	매수
목표주가(유지)	27,000원
현재주가(24/8/8)	19,190원
상승여력	40.7%

영업이익(24F,십억원)	7,916
Consensus 영업이익(24F,십억원)	7,142
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.2
P/E(24F,x)	4.2
MKT P/E(24F,x)	9.9
KOSPI	2,556.73
시가총액(십억원)	12,319
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	45.8
외국인 보유비중(%)	14.7
베타(12M) 일간수익률	0.47
52주 최저가(원)	16,190
52주 최고가(원)	24,850

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.1	-5.9	-1.4
상대주가	8.3	-3.6	-0.7



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

한국전력

하반기에도 기대되는 흑자 행진

2Q24 Review: 원가 감소 이어지며 이익 개선세 지속

한국전력의 2Q24 매출액은 4.3% YoY 증가한 20조 4,737억원을 기록했다. 컨센서스를 소폭 하회했으나, 1Q24에 이어 2개 분기 연속 탑라인 증가에 성공했다. 전력 판매량은 전년과 유사(0.3% YoY)했다. 산업용 판매량이 -1.5% YoY 감소했으나 일반용, 주택용 판매량이 각각 2.7% YoY, 1.8% YoY 증가했다. 매출 증가는 지난해 요금 인상(단가 6% YoY)에 기인한다.

영업이익은 1조 2503억원으로 시장 기대치(1조 923억원)를 상회했다. 원료비(-21% YoY) 및 구입전력비(-11% YoY) 하락세가 이어졌다. 석탄, LNG 원료비 단가가 각각 -23% YoY, -40% YoY 하락했다. 송전설비 부족, 정비 등으로 석탄 발전량이 크게 하락한 대신 원전 가동률이 상승한 것도 주효했다.

전기요금 인상 요원하나 원가 하락 효과는 지속

누적 적자와 송전망 등 투자 재원을 감안하면 요금 인상은 필요하다. 한국전력이 4개 분기 연속 이익 창출에 성공함에 따라 전기요금 인상을 아직 확신할 수는 없다. 하지만 유가 상승세가 완화되며 원가 감소 효과는 이어질 전망이다. 최근 유가는 상반기 평균 대비 5% 이상 낮은 상황이며, SMP 단가 역시 -15% YoY (7월 기준) 하락했다. 무엇보다 2Q24 신한울 2호기, 4Q24 새울 3호기 등 신규 원전 가동이 본격화되면서 발전믹스 개선이 기대된다는 점은 긍정적이다.

투자의견 매수로 상향: 이익 창출하는 상황에서는 충분히 매력적

한국전력에 대한 목표주가를 27,000원으로 유지한다. 목표주가는 역사적 평균(PBR 0.4배) 수준이다. 높은 이익 수준에도 불구하고 악화된 재무구조를 감안, 역사적 고점(0.6배) 대비 30% 할인하였다. 최근 주가 하락에 따른 괴리를 확대해 투자의견은 Trading Buy에서 매수로 상향한다.

현 주가는 PBR 0.3배로 역사적 저점(0.2배)보다는 높다. 하지만 원재료비 하락, 원전 가동률 상승 등 원가 하락을 바탕으로 한 이익 창출이 유지되는 상황에서, 장기적인 관점에서 매수 접근으로의 전환이 필요하다는 판단이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	71,258	88,219	90,383	90,655	94,792
영업이익 (십억원)	-32,655	-4,542	7,916	9,068	9,799
영업이익률 (%)	-45.8	-5.1	8.8	10.0	10.3
순이익 (십억원)	-24,467	-4,823	2,901	3,457	4,114
EPS (원)	-38,112	-7,512	4,520	5,385	6,408
ROE (%)	-46.9	-12.6	7.7	8.5	9.2
P/E (배)	-	-	4.2	3.6	3.0
P/B (배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	19,622	23,293	20,474	20,153	21,024	4.3	-12.1
영업이익	-2,272	1,299	1,250	1,206	1,092	흑전	-3.8
영업이익률 (%)	-11.6	5.6	6.1	6.0	5.2	17.7	0.5
세전이익	-2,955	738	349	377	363	흑전	-52.7
순이익	-1,903	561	65	298	187	흑전	-88.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	88,521	88,592	90,383	90,655	2.1	2.3	단가 가정 변경
영업이익	6,714	7,946	7,916	9,068	17.9	14.1	상반기 실적, 유가 반영
세전이익	3,394	4,108	4,099	4,492	20.8	9.3	
순이익	2,721	3,421	2,901	3,457	6.6	1.1	법인세율 조정
EPS (원)	4,239	5,329	4,520	5,385	6.6	1.1	

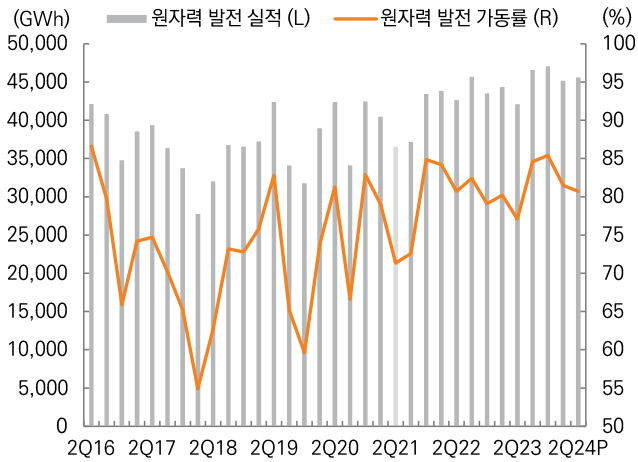
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	21,594	19,622	24,470	22,533	23,293	20,474	24,715	21,901	88,219	90,383	90,655
전기판매수익	20,259	18,362	23,164	21,170	22,165	19,541	23,640	20,906	82,955	86,251	86,251
해외사업수익	217	301	383	316	204	236	290	226	1,217	956	956
기타	1,118	960	923	1,047	924	697	785	770	4,048	3,176	3,449
영업이익	-6,178	-2,272	1,997	1,912	1,299	1,250	3,447	1,920	-4,542	7,916	9,068
세전이익	-6,855	-2,955	1,247	1,009	738	349	2,275	737	-7,554	4,099	4,492
순이익(지배)	-4,947	-1,903	794	1,233	561	65	1,705	570	-4,823	2,901	3,457
영업이익률 (%)	-28.6	-11.6	8.2	8.5	5.6	6.1	13.9	8.8	-5.1	8.8	10.0
세전이익률 (%)	-31.7	-15.1	5.1	4.5	3.2	1.7	9.2	3.4	-8.6	4.5	5.0
순이익률 (%)	-22.7	-9.7	3.4	5.6	2.6	0.6	7.0	2.7	-5.5	3.2	3.8

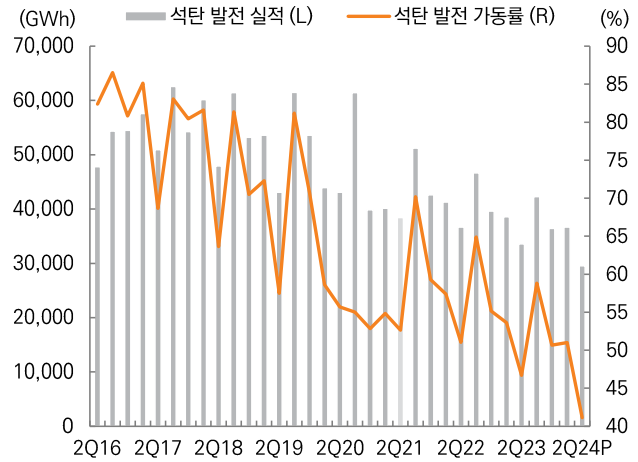
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



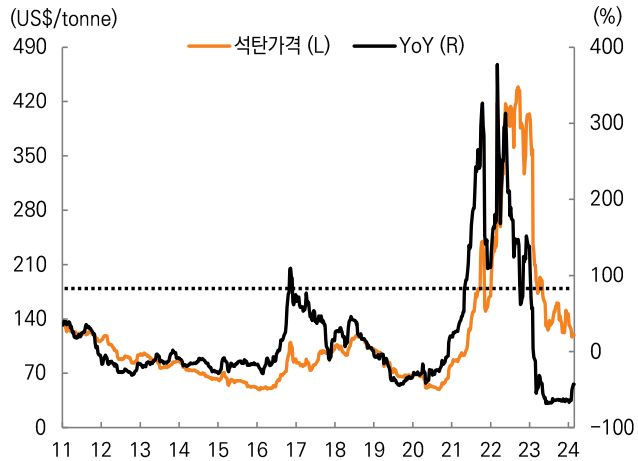
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



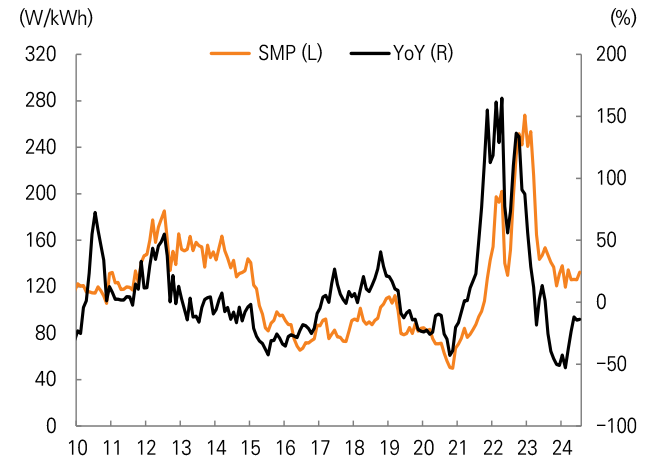
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 석탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

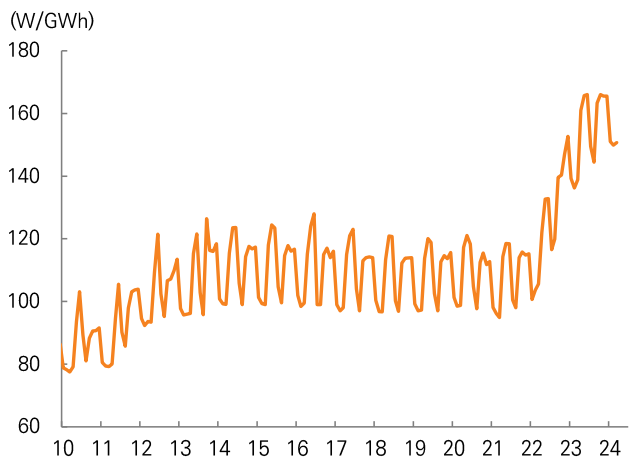
그림 4. SMP 추이



주: 2024년 7월까지 수치

자료: 전력통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

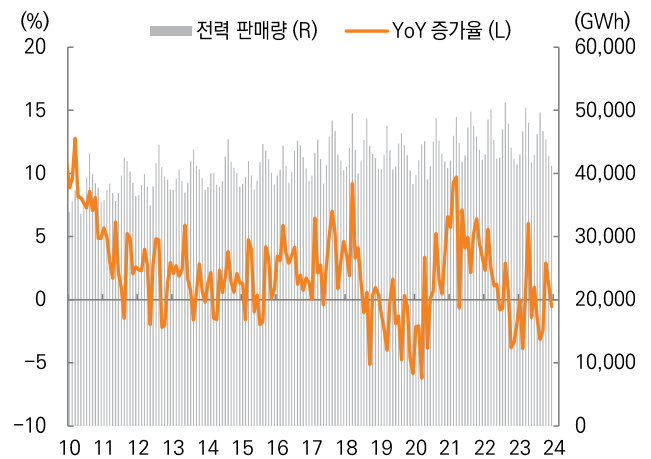
그림 5. 전력 판매 단가



주: 2024년 5월까지 수치

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

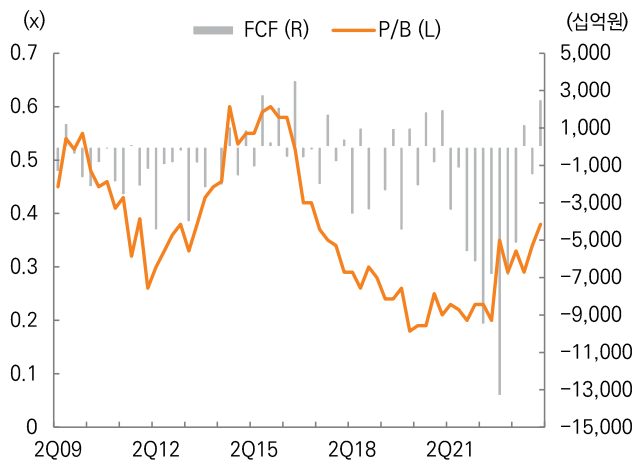
그림 6. 전력 판매량



주: 2024년 5월까지 수치

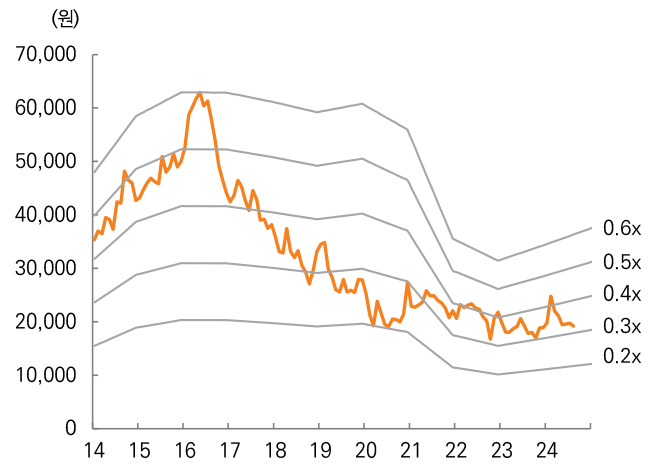
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PBR vs. FCF



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. PBR 밴드



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	88,219	90,383	90,655	94,792
매출원가	89,700	79,408	78,534	81,800
매출총이익	-1,481	10,975	12,121	12,992
판매비와관리비	3,062	3,058	3,053	3,194
조정영업이익	-4,542	7,916	9,068	9,799
영업이익	-4,542	7,916	9,068	9,799
비영업손익	-3,012	-3,817	-4,576	-4,454
금융손익	-4,022	-4,111	-3,977	-3,854
관계기업등 투자손익	613	500	0	0
세전계속사업손익	-7,554	4,099	4,492	5,345
계속사업법인세비용	-2,838	1,067	1,033	1,229
계속사업이익	-4,716	3,032	3,459	4,116
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-4,716	3,032	3,459	4,116
지배주주	-4,823	2,901	3,457	4,114
비지배주주	106	130	2	2
총포괄이익	-4,945	3,351	3,459	4,116
지배주주	-5,033	3,139	3,240	3,856
비지배주주	88	212	219	260
EBITDA	8,491	22,117	23,208	23,877
FCF	-12,386	263	2,953	14,088
EBITDA 마진율 (%)	9.6	24.5	25.6	25.2
영업이익률 (%)	-5.1	8.8	10.0	10.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.5	3.2	3.8	4.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	29,536	27,553	27,472	31,731
현금 및 현금성자산	4,343	2,969	2,967	2,939
매출채권 및 기타채권	11,354	11,035	10,997	13,103
재고자산	8,876	8,627	8,596	10,243
기타유동자산	4,963	4,922	4,912	5,446
비유동자산	210,179	211,087	211,406	211,561
관계기업투자등	9,663	9,392	9,359	11,151
유형자산	179,876	181,007	181,499	179,533
무형자산	1,133	1,030	898	785
자산총계	239,715	238,640	238,878	243,292
유동부채	61,248	62,578	64,111	56,049
매입채무 및 기타채무	6,482	6,301	6,279	7,481
단기금융부채	41,752	43,629	45,228	33,549
기타유동부채	13,014	12,648	12,604	15,019
비유동부채	141,202	135,466	130,712	139,072
장기금융부채	96,139	91,667	87,067	87,067
기타비유동부채	45,063	43,799	43,645	52,005
부채총계	202,450	198,044	194,823	195,121
지배주주지분	35,845	39,088	42,546	46,660
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	16,338	19,792	23,249	27,363
비지배주주지분	1,420	1,508	1,509	1,511
자본총계	37,265	40,596	44,055	48,171

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,522	14,473	17,453	26,088
당기순이익	-4,716	3,032	3,459	4,116
비현금수익비용가감	15,837	19,581	19,149	19,161
유형자산감가상각비	12,869	14,048	14,008	13,966
무형자산상각비	163	153	132	113
기타	2,805	5,380	5,009	5,082
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-5,142	-3,035	-146	7,893
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-858	148	38	-2,043
재고자산 감소(증가)	148	-182	30	-1,647
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4,115	418	-15	805
법인세납부	-566	-983	-1,033	-1,229
투자활동으로 인한 현금흐름	-13,074	-13,544	-14,488	-12,645
유형자산처분(취득)	-13,599	-14,089	-14,500	-12,000
무형자산감소(증가)	-75	-21	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-24	97	12	-645
기타투자활동	624	469	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	12,662	-3,214	-3,001	-11,679
장단기금융부채의 증가(감소)	12,691	-2,597	-3,001	-11,679
자본의 증가(감소)	332	0	0	0
배당금의 지급	-56	-3	0	0
기타재무활동	-305	-614	0	0
현금의 증가	1,108	-1,374	-3	-28
기초현금	3,235	4,343	2,969	2,967
기말현금	4,343	2,969	2,967	2,939

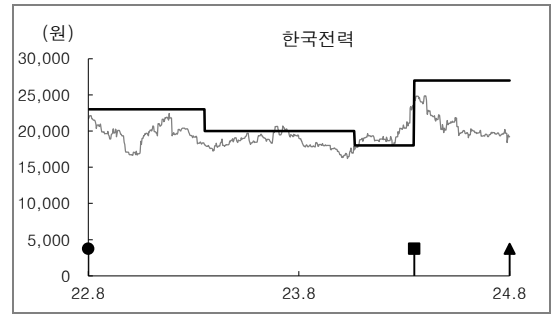
자료: 한국전력, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	4.2	3.6	3.0
P/CF (x)	1.1	0.5	0.5	0.5
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	17.2	6.5	6.0	5.4
EPS (원)	-7,512	4,520	5,385	6,408
CFPS (원)	17,322	35,224	35,217	36,259
BPS (원)	55,837	60,889	66,274	72,682
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	23.8	2.5	0.3	4.6
EBITDA증가율 (%)	-	160.5	4.9	2.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-	14.6	8.1
EPS증가율 (%)	-	-	19.2	19.0
매출채권 회전율 (회)	8.6	8.3	8.5	8.1
재고자산 회전율 (회)	9.4	10.3	10.5	10.1
매입채무 회전율 (회)	15.1	18.6	18.6	17.8
ROA (%)	-2.0	1.3	1.4	1.7
ROE (%)	-12.6	7.7	8.5	9.2
ROIC (%)	-1.5	3.0	3.7	4.5
부채비율 (%)	543.3	487.8	442.2	405.1
유동비율 (%)	48.2	44.0	42.9	56.6
순차입금/자기자본 (%)	355.4	318.1	286.3	237.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.0	1.7	2.1	2.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2024.08.09	매수	27,000	-	-
2024.02.26	Trading Buy	27,000	-22.90	-7.96
2023.11.15	중립	18,000	8.06	30.83
2023.02.28	중립	20,000	-7.86	3.50
2023.02.25	1년 경과 이후	23,000	-21.04	-21.04
2022.02.25	중립	23,000	-9.03	7.61



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력 와(과) 주식매수계약 체결 등의 기타이해관계에 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.