

한국전력 (015760)

요금 인상 명분 확보

투자의견

BUY(유지)

목표주가

28,000 원(하향)

현재주가

19,380 원(5/13)

시가총액

12,441 (십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- BPS 감소 반영해 목표주가 28,000원(-15%)으로 하향, 투자의견 BUY 유지. 추정치를 하향했지만 여전히 낮게 유지 중인 SMP와 변동비를 감안해 긍정적인 뷰 유지. 1Q24 매출액 23조원(+3%qoq, +8%yoy), 영업이익 1.3조원(-32%qoq, 흑전yoy), 당기순이익 5,959억원(-53%qoq, 흑전yoy)으로 당사 추정을 하회하는 어닝쇼크 기록. 원전 연료처리 비용 증가와 SMP 대비 증가한 구입전력비 등 비용 영향도 있었으나, 작년 11월 요금을 인상했던 산업용 판매량 감소(-2%yoy)가 실적 미스의 주요 원인. 제조업 가동률 회복 시 해결될 부분으로 큰 문제가 아니라고 판단
- 2024년 매출액 90.1조원(+3%yoy), 영업이익 5.9조원(흑전yoy), 순이익 8,535억원(흑전yoy) 전망. 2, 4분기 신규 원전 2기 반영, 전기요금과 원가는 각각 161원/kWh(+6%yoy), 158원/kWh(-7%yoy)로 추정. 변동비 감소에도 현재 추정 실적으로는 차입금 상황이 쉽지 않은 상황. 이번 실적으로 요금 인상 명분은 더욱 커질 것이라 판단

주가(원,5/13)	19,380
시가총액(십억원)	12,441

발행주식수(천주)	641,964
52주 최고가(원)	25,450
최저가(원)	16,030
52주 일간 Beta	0.51
60일 일평균거래대금(억원)	636
외국인 지분율(%)	15.0
배당수익률(2024F, %)	0.0

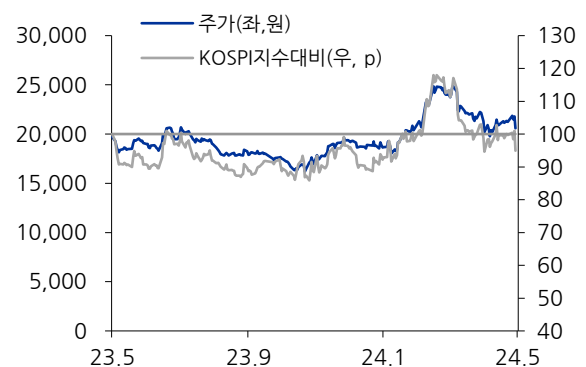
주주구성(%)	
한국산업은행 (외 3인)	51.1
국민연금공단 (외 1인)	6.6

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-5.8	-5.0	-11.8
절대기준	-4.1	8.4	-1.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	28,000	33,000	▼
영업이익(24)	5,893	10,785	▼
영업이익(25)	8,214	10,859	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	88,219	90,917	90,455	93,259
영업이익	-4,542	5,893	8,214	10,000
세전손익	-7,554	1,229	3,759	5,530
당기순이익	-4,716	854	2,557	3,685
EPS(원)	-7,512	1,250	3,936	5,645
증감률(%)	-	흑전	214.9	43.4
PER(배)	-	15.5	4.9	3.4
ROE(%)	-12.6	2.2	6.8	9.0
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	17.0	7.2	6.4	5.9

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. LNG 스팟가격 변동 영향

- 5개월~6개월의 시차 존재
- KOGAS의 장단기 물량배분 비율 조정에 따라 영향 달라질 수 있음

Q. 발전믹스

- 1Q 발전량: 원자력 46%, 석탄 38%, LNG 12%
- '24.10 신고리#5(서울#3) 상업운전 예정
- 연간 기준 원자력 비중 조금 늘어날 수 있으며, 석탄/LNG 유사 전망

Q. 원자력 발전단가

- 한수원은 우라늄 연료계약을 5~10년 장기계약으로 진행 & 물량조절
- 단기적 가격변동을 상당 수준 헷지
- 우라늄의 연료비 내 비중 10% 내외로 나타나는 중 + 재고 3년 가량 비축
- 단기 가격 상승으로 인한 영향 小
- 핵연료처리부담금 단가 10여년 만에 100% 이상 상승
- 원전연료발전단가 상승

Q. 매출채권 감소 원인

- 봄철 단가 적용으로 단가 감소
- 판매량도 난방수요 감소로 감소 → 매출채권 감소

Q. 밸류업/배당/경영평가편람 영향

- 배당 정책 결정된 바 없음
- 연간 실적 확정 후 정부와 협의 및 검토 예정

Q. 4분기 산업용 요금 인상에도 단가 낮았던 원인

- 계시별요금제 적용으로 봄철에 상대적으로 낮은 요금단가 적용
- 이 효과가 4분기 요금 인상 효과보다 컸기 때문으로 판단

Q. LNG 단가 EPSIS 연료비단가와 상이한 원인

- 종류에 따라 상이하나 시차에 의한 가격차이 존재
- 또한, KOGAS 구입 비중이 가장 높음 + 일부 발전사의 LNG 직도입으로 상이

Q. 판매량 대비 구입량 증가한 원인

- 구입량은 1~3월 통계이나 검침량은 검침일자별 시점 차이 존재
- 송전제약을 유발한 이벤트는 없었음

Q. 정산조정계수 조정 여부

- 2024년 최초산정된 정산조정계수 그대로 반영

Q. 원전 연료 단가

- 핵연료처리부담금 단가 인상이 연내 지속 반영될 전망
- 원재료 상각은 발전량과 비례하므로 금액 증가 여부 답변 어려움

Q. 석탄 현물가와 EPSIS 구입단가 상이한 원인

- 선물가 기준 4~5개월의 시차 존재
- 발전회사별 포트폴리오의 영향 크게 받음

Q. 외부 전력 구입량

- '22년 전력그룹사로부터 68% / 외부 32%, '23년 66% / 34%
- 1Q24 내부 64% / 외부 36%

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	93,082	93,260	90,917	90,455	(2.3)	(3.0)
영업이익	10,785	10,859	5,893	8,214	(45.4)	(24.4)
영업이익률(%)	11.6	11.6	6.5	9.1	(5.1)	(2.5)
EBITDA	24,871	25,347	20,230	22,784	(18.7)	(10.1)
EBITDA 이익률(%)	26.7	27.2	22.3	25.2	(4.4)	(2.0)
순이익	6,433	6,432	854	2,557	(86.7)	(60.2)

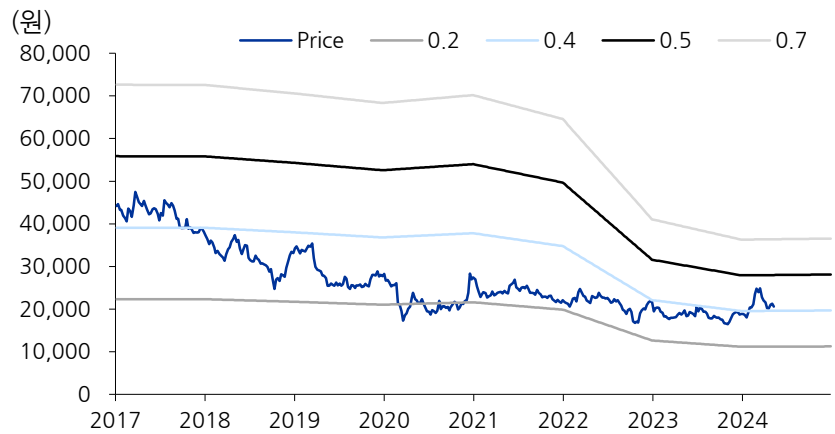
자료: 유진투자증권

도표 2. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	21,594	19,623	24,470	22,533	23,293	20,750	24,810	22,064	88,219	90,917	90,455
영업비용	27,772	21,895	22,473	20,621	21,993	18,993	22,461	21,575	92,761	85,023	82,241
연료비	9,083	6,049	6,542	5,305	6,160	5,093	6,444	7,194	26,978	24,891	29,510
구입전력비	12,171	8,918	9,255	7,960	9,203	7,147	9,234	5,918	38,304	31,503	23,565
기타	6,518	6,928	6,676	7,356	6,630	6,753	6,783	8,463	27,479	28,629	29,166
영업이익	(6,178)	(2,272)	1,997	1,912	1,299	1,757	2,348	489	(4,542)	5,893	8,214
OPM(%)	(28.6)	(11.6)	8.2	8.5	5.6	8.5	9.5	2.2	(5.1)	6.5	9.1
세전이익	(6,855)	(2,955)	1,247	1,009	738	693	1,060	(1,263)	(7,554)	1,229	3,759
순이익	(4,911)	(1,904)	833	1,266	596	506	774	(1,023)	(4,716)	854	2,557

자료: 한국전력, 유진투자증권

도표 3. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	234,805	239,715	241,012	243,622	247,511
유동자산	29,751	29,536	27,227	26,866	26,478
현금성자산	4,389	5,440	2,733	2,480	1,439
매출채권	10,396	11,913	11,495	11,437	11,792
재고자산	9,931	8,876	9,691	9,641	9,940
비유동자산	205,054	210,179	213,785	216,757	221,033
투자자산	26,132	29,170	30,062	29,909	30,836
유형자산	177,865	179,876	182,694	185,911	189,343
기타	1,057	1,133	1,030	937	853
부채총계	192,805	202,450	203,502	203,586	203,851
유동부채	44,519	61,248	62,979	62,926	63,249
매입채무	11,577	8,737	10,467	10,414	10,737
유동성이자부채	23,318	41,752	41,752	41,752	41,752
기타	9,624	10,759	10,759	10,759	10,759
비유동부채	148,286	141,202	140,524	140,661	140,602
비유동이자부채	101,883	96,139	95,028	94,728	94,228
기타	46,403	45,062	45,495	45,932	46,374
자본총계	42,000	37,265	37,510	40,036	43,660
자배지분	40,545	35,845	36,090	38,616	42,241
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	17,141	19,667	23,291
기타	13,792	13,852	13,295	13,295	13,295
비자배지분	1,455	1,420	1,420	1,420	1,420
자본총계	42,000	37,265	37,510	40,036	43,660
총차입금	125,201	137,892	136,781	136,481	135,981
순차입금	120,812	132,452	134,048	134,001	134,542

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	(23,478)	1,522	14,185	16,698	16,808
당기순이익	(24,429)	(4,716)	854	2,557	3,685
자산상각비	12,461	13,032	14,336	14,570	14,822
기타비현금성손익	(5,280)	2,804	(3,319)	(1,857)	(2,700)
운전자본증감	(3,513)	(5,142)	1,333	54	(331)
매출채권감소(증가)	(1,829)	(858)	417	58	(355)
재고자산감소(증가)	(3,001)	148	(815)	49	(299)
매입채무증가(감소)	2,844	(4,115)	1,730	(53)	323
기타	(1,527)	(316)	0	0	0
투자현금	(14,954)	(13,074)	(16,892)	(16,951)	(17,849)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(305)	(492)	159	743	322
설비투자	(12,347)	(13,908)	(16,982)	(17,629)	(18,111)
유형자산처분	630	310	0	0	0
무형자산처분	(80)	(75)	(70)	(65)	(60)
재무현금	38,998	12,662	(1,111)	(300)	(500)
차입금증가	38,631	12,119	(1,111)	(300)	(500)
자본증가	(56)	(56)	0	0	0
배당금지급	56	56	0	0	0
현금 증감	600	1,108	(2,707)	(253)	(1,041)
기초현금	2,635	3,235	4,343	1,636	1,382
기말현금	3,235	4,343	1,636	1,382	341
Gross Cash flow	(17,248)	11,120	12,852	16,643	17,139
Gross Investment	18,466	18,215	15,559	16,896	18,180
Free Cash Flow	(35,714)	(7,095)	(2,707)	(253)	(1,041)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	71,258	88,219	90,917	90,455	93,259
증가율(%)	17.4	23.8	3.1	(0.5)	3.1
매출원가	100,904	89,700	81,231	78,372	79,270
매출총이익	(29,646)	(1,480)	9,686	12,083	13,989
판매 및 일반관리비	3,009	3,062	3,793	3,869	3,989
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	(32,655)	(4,542)	5,893	8,214	10,000
증가율(%)	적지	적지	흑전	39.4	21.7
EBITDA	(20,194)	8,491	20,230	22,784	24,822
증가율(%)	적전	흑전	138.3	12.6	8.9
영업외손익	(1,188)	(3,012)	(4,664)	(4,455)	(4,470)
이자수익	370	456	175	160	157
이자비용	2,819	4,452	5,290	5,276	5,269
지분법손익	1,310	613	490	687	666
기타영업손익	(50)	371	(40)	(25)	(25)
세전순이익	(33,844)	(7,554)	1,229	3,759	5,530
증가율(%)	적지	적지	흑전	205.9	47.1
법인세비용	(9,415)	(2,838)	375	1,202	1,845
당기순이익	(24,429)	(4,716)	854	2,557	3,685
증가율(%)	적지	적지	흑전	199.6	44.1
지배주주지분	(24,467)	(4,823)	802	2,527	3,624
증가율(%)	적지	적지	흑전	214.9	43.4
비지배지분	38	106	51	31	61
EPS(원)	(38,112)	(7,512)	1,250	3,936	5,645
증가율(%)	적지	적지	흑전	214.9	43.4
수정EPS(원)	(38,112)	(7,512)	1,250	3,936	5,645
증가율(%)	적지	적지	흑전	214.9	43.4

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(38,112)	(7,512)	1,250	3,936	5,645
BPS	63,158	55,837	56,218	60,154	65,799
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	-	15.5	4.9	3.4
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	-	17.0	7.2	6.4	5.9
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	1.1	1.0	0.7	0.7
수익성(%)					
영업이익률	(45.8)	(5.1)	6.5	9.1	10.7
EBITDA이익률	(28.3)	9.6	22.3	25.2	26.6
순이익률	(34.3)	(5.3)	0.9	2.8	4.0
ROE	(46.9)	(12.6)	2.2	6.8	9.0
ROIC	(16.3)	(2.1)	2.6	3.5	4.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	287.6	355.4	357.4	334.7	308.2
유동비율	66.8	48.2	43.2	42.7	41.9
이자보상배율	(11.6)	(1.0)	1.1	1.6	1.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.7	7.9	7.8	7.9	8.0
재고자산회전율	8.1	9.4	9.8	9.4	9.5
매입채무회전율	7.3	8.7	9.5	8.7	8.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 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: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

