

한국전력 (015760)

하민호

minho.hur@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

유지

현재주가

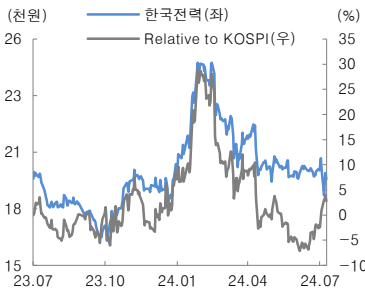
19,190

(24.08.08)

유틸리티업종

KOSPI	2556.73
시가총액	12,319십억원
시가총액비중	0.53%
자본금(보통주)	3,210십억원
52주 최고/최저	24,850원 / 16,190원
120일 평균거래대금	479억원
외국인지분율	14.70%
주요주주	한국산업은행 외 2 인 51.14% 국민연금공단 6.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-10.7	-5.9	-1.4
상대수익률	8.3	-4.2	-3.6	-0.7



2Q24 컨센서스 소폭 상회. 여전히 목마른 전기요금 인상

- 2Q24 영업이익 1.25조원(흑전, +3.52조원 YoY)으로 컨센서스 소폭 부합
- 2Q24 별도기준 영업이익 -928억원, 순이익 -4,562억원으로 적자전환
- 전기요금은 별도기준 실적 및 재무구조로 결정, 4Q24 요금 인상 기대

2분기 영업이익 1.25조원(흑전, +3.52조원 YoY)으로 컨센서스 소폭 상회

2분기 연결기준 매출액 20.47조원(+4.3%, 이하 YoY), 영업이익 1.25조원(흑전, +3.52조원)을 기록. 영업이익은 컨센서스 1.09조원을 소폭 상회했음. 전기판매 매출액은 전년동기 대비 6.4% 증가, 전기판매량 증가율은 0%에 머물렀음. 특히 작년 11월 전기요금 10.6원 인상이 있었던 산업용 전기판매량은 1.1% 감소함에 따라 가중평균 요금 인상 효과는 7.0%에 불과했지만, 기타 영업비용이 전년동기 대비 0.54조원 감소한 것이 컨센서스를 상회하는 실적을 이끌어 낸 것으로 판단됨

한편, 2분기 별도기준 영업이익과 순이익은 각각 -928억원, -4,562억원을 기록하며 작년 4분기 흑자전환 성공 이후 2개 분기 만에 다시 적자전환되었음. 이는 부진한 실적을 기록하고 있는 화력 발전자회사의 정산단가가 상승했기 때문임

하반기 연결기준 영업이익 5.55조원(+49.9% YoY)으로 실적 개선 지속 전망

하반기 매출액 49.62조원(+5.6%, 이하 YoY), 영업이익 5.55조원(+49.9%)을 예상. 2023년도 전기요금 인상 효과와 함께 올해 2분기에 가동된 신규 원전 1기 가동 효과가 하반기에는 온기로 반영되고, 전년 하반기 대비 석탄 및 LNG 가격, SMP 하락 지속 등에 따른 연료비 및 외부 전력구입비 감소로 실적 개선이 지속될 전망

투자 의견 '매수', 목표주가 30,000원 유지. 4Q24 전기요금 인상 기대

투자 의견 '매수', 목표주가 30,000원을 유지함. 1) 전기요금은 한국전력의 연결기준이 아닌 별도기준 실적 및 재무구조 등을 감안하여 결정됨. 향후 대규모 송전망 투자가 필요한 한국전력 별도 기준의 설비투자금액 마련, 재무구조 개선을 위해서는 전기요금 인상이 반드시 필요한 상황임. 4Q24 전기요금 인상이 기대됨(9월 중하순 발표 예상), 2) 2024년 내 가스공사의 발전용 미수금 1.9조원(2023년말 기준) 회수 마무리에 따른 2025년 발전용 가스가격 하락(LNG 수입가격 변동과 무관), 4Q25 원전 1기 추가 가동 등으로 추가 비용 감소가 예상됨. 최근 중동 전쟁 우려로 유가가 급등하지 않을 경우, 2025년에도 연결기준 실적 개선은 지속될 전망이다. 3) PBR 0.3배로 절대적 저평가 매력력 존재함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	71,258	88,219	93,384	94,894	96,208
영업이익	-32,655	-4,542	8,103	10,319	10,747
세전순이익	-33,844	-7,554	5,504	8,285	9,095
총당기순이익	-24,429	-4,716	4,066	6,296	6,912
자배지분순이익	-24,467	-4,823	3,931	6,202	6,809
EPS	-38,112	-7,512	6,123	9,661	10,606
PER	NA	NA	3.1	2.0	1.8
BPS	63,158	55,837	61,960	71,511	81,295
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE	-46.9	-12.6	10.4	14.5	13.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

표 1. 연결기준 한국전력의 2Q24 실적 (단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24					3Q24(F)		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	19,622	23,293	21,156	20,474	4.3	-12.1	21,024	26,198	7.1	28.0
영업이익	-2,272	1,299	1,061	1,250	흑전	-3.8	1,092	3,510	75.8	180.7
순이익	-1,903	561	439	495	흑전	-11.9	187	1,883	137.2	280.7

자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 연결기준 한국전력의 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21,594	19,623	24,470	22,519	23,293	20,474	26,198	23,420	71,258	88,205	93,384	94,894	96,208
전기판매 수익	20,259	18,362	23,164	21,170	22,165	19,541	24,866	22,111	66,199	82,955	88,683	90,146	91,375
기타	1,335	1,261	1,306	1,349	1,128	933	1,332	1,308	5,059	5,250	4,701	4,748	4,833
영업비용	27,772	21,895	22,473	20,811	21,993	19,223	22,688	21,376	103,845	92,950	85,281	84,576	85,461
연료비	9,083	6,049	6,542	5,481	6,160	4,756	6,130	5,539	34,669	27,155	22,585	21,462	21,448
전력구입비	12,171	8,918	9,255	7,960	9,203	7,970	9,730	7,913	41,917	38,304	34,816	34,220	34,728
기타	6,518	6,928	6,676	7,369	6,630	6,497	6,828	7,924	27,259	27,492	27,880	28,894	29,286
영업이익	-6,178	-2,272	1,997	1,708	1,299	1,250	3,510	2,043	-32,587	-4,745	8,103	10,319	10,747
금융손익	-1,001	-943	-1,020	-959	-1,014	-1,056	-1,143	-828	-2,914	-3,922	-4,040	-3,649	-3,329
지분법손익	241	244	114	188	405	96	215	389	1,310	787	1,103	1,339	1,362
기타영업외손익	82	16	157	49	48	59	79	78	415	305	265	277	315
세전이익	-6,855	-2,955	1,247	1,163	738	349	2,661	1,682	-33,844	-7,400	5,430	8,285	9,095
지배지분순이익	-4,947	-1,903	794	1,294	561	65	1,992	1,259	-24,467	-4,762	3,878	6,202	6,809
영업이익률	-28.6	-11.6	8.2	7.6	5.6	6.1	13.4	8.7	-45.7	-5.4	8.7	10.9	11.2
세전이익률	-31.7	-15.1	5.1	5.2	3.2	1.7	10.2	7.2	-47.5	-8.4	5.8	8.7	9.5

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

표 2. 한국전력의 실적 추정 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
환율 (원/달러)	1,329	1,372	1,380	1,380	1,292	1,306	1,365	1,380	1,380	1,329	1,372	1,380	1,380
뉴캐슬 연료탄 (달러/t)	96	91	88	88	179	107	91	90	85	96	91	88	88
Brent (달러/bbl)	82	85	82	85	99	82	83	84	84	82	85	82	85
SMP (원/kWh)	131	126	131	134	197	167	129	122	118	131	126	131	134
전기판매가격 (원/kWh)	161	156	170	162	121	153	162	162	162	161	156	170	162
전기판매량 (TWh)	142	127	147	133	548	546	548	557	565	142	127	147	133
민간 전력구입량 (TWh)	53	47	55	48	184	194	205	214	222	53	47	55	48
국가 발전믹스 (%)													
원전	30.0	33.5	31.0	36.8	29.6	30.7	32.8	34.4	35.5	30.0	33.5	31.0	36.8
석탄	30.6	26.5	27.4	25.6	33.1	32.0	27.6	26.3	24.3	30.6	26.5	27.4	25.6
LNG	28.8	26.0	30.6	27.0	27.6	26.9	28.2	28.0	28.9	28.8	26.0	30.6	27.0
유류	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
신재생	10.3	13.8	10.9	10.4	9.5	10.3	11.3	11.2	11.2	10.3	13.8	10.9	10.4
한전 발전 가동률 (%)													
원전 가동률	84.1	80.4	85.3	90.0	86.0	83.6	85.0	85.2	86.0	84.1	80.4	85.3	90.0
석탄발전 가동률	51.6	41.6	48.8	41.7	57.6	52.9	45.9	43.9	42.8	51.6	41.6	48.8	41.7

자료: Bloomberg, 한국전력, 대신증권 Research Center

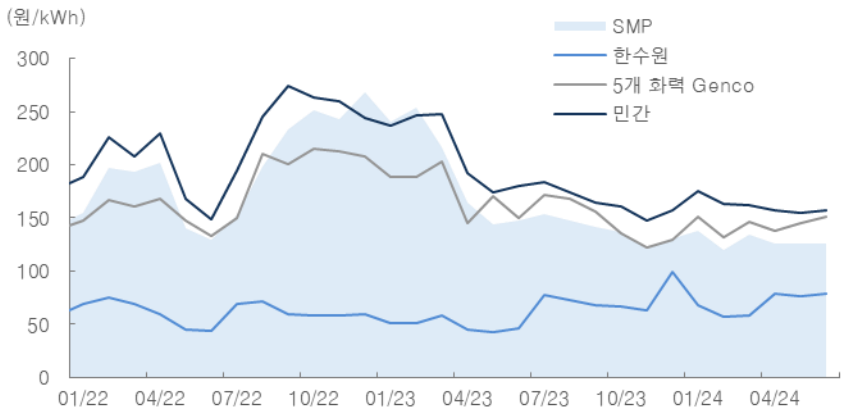
표 3. 별도기준 한국전력의 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P
매출액	16,016	14,856	19,247	18,833	20,910	19,090	23,893	21,932	22,782	20,212
전기판매 수익	15,636	14,310	18,749	18,602	20,558	18,643	23,413	21,443	22,467	19,820
기타 매출	379	546	499	231	352	447	480	489	316	392
영업비용	25,178	20,699	28,190	28,794	27,258	19,968	24,573	20,530	21,520	20,305
전력구입비	22,982	18,137	25,672	25,913	24,977	17,577	22,006	17,476	19,245	17,843
기타	2,196	2,562	2,518	2,881	2,281	2,391	2,567	3,054	2,275	2,462
영업이익	(9,162)	(5,843)	(8,943)	(9,961)	(6,347)	(879)	(680)	1,402	1,262	(93)
기타영업외손익	16	106	132	(36)	75	40	82	492	55	81
금융손익	116	(216)	(316)	(551)	(436)	(684)	(647)	2,441	(575)	(629)
세전이익	(9,031)	(5,953)	(9,127)	(10,547)	(6,708)	(1,522)	(1,245)	4,335	743	(641)
순이익	(6,477)	(4,334)	(6,576)	(7,911)	(4,932)	(1,143)	(932)	3,593	593	(456)

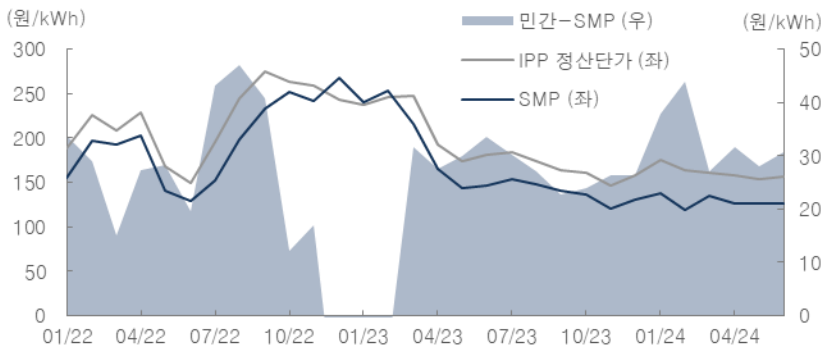
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

그림 1. SMP 및 발전회사별 정산단가(전력구입단가) 추이 (거래소 기준)



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

그림 2. 민간 발전회사의 '정산단가 - SMP' 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	94,066	95,629	93,384	94,894	-0.7	-0.8
판매비와 관리비	3,402	3,513	3,275	3,326	-3.7	-5.3
영업이익	8,098	10,275	8,103	10,319	0.1	0.4
영업이익률	8.6	10.7	8.7	10.9	0.1	0.1
영업외손익	-2,338	-2,023	-2,598	-2,034	적자유지	적자유지
세전순이익	5,760	8,252	5,504	8,285	-4.4	0.4
자비자분순이익	4,321	6,178	3,931	6,202	-9.0	0.4
순이익률	4.7	6.6	4.4	6.6	-0.3	0.1
EPS(자비자분순이익)	6,731	9,623	6,123	9,661	-9.0	0.4

자료: 대신증권 Research Center

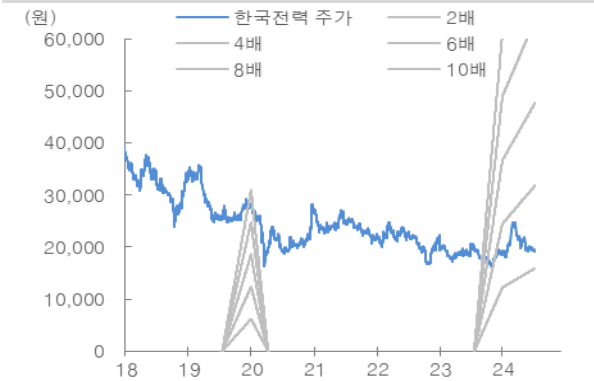
표 4. 한국전력의 Valuation

(단위: 배, %, 원)

	Value	비고
2013 ~ 16년 평균 PBR	0.46	2013 ~ 16년 재무구조 개선 시기의 평균 PBR은 0.46배 적용 2022 ~ 23년 전기요금 인상 누적분 반영, 석탄 가격 하향 안정화, 저원가의 원전발전 비중 증가 등으로 점진적인 재무구조 개선 기대
할인율	0	
목표 PBR	0.46	4Q24 전기요금 인상시 실적 전망치 상향 조정 가능성 존재
2Q25F BPS	65,378	
목표주가	30,000	
현재주가	19,190	
상승여력	56.3	

자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 한국전력의 12MF PER 밴드



자료: WSEFn, 대신증권 Research Center

그림 4. 한국전력의 12MF PBR 밴드



자료: WSEFn, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	71,258	88,219	93,384	94,894	96,208
매출원가	100,904	89,700	82,006	81,250	82,090
매출총이익	-29,646	-1,480	11,378	13,645	14,118
판매비와관리비	3,009	3,062	3,275	3,326	3,371
영업이익	-32,655	-4,542	8,103	10,319	10,747
영업외수익	-458	-51	87	109	112
EBITDA	-20,194	8,491	21,206	23,481	23,960
영업외손익	-1,188	-3,012	-2,598	-2,034	-1,652
관계기업손익	1,310	613	1,103	1,339	1,362
금융수익	1,833	1,425	1,944	1,688	1,695
외환평가이익	271	166	166	166	166
금융비용	-4,747	-5,347	-5,911	-5,338	-5,024
외환평가손실	1,281	541	541	541	541
기타	415	297	265	277	315
법인세비용차감전순이익	-33,844	-7,554	5,504	8,285	9,095
법인세비용	9,415	2,838	-1,438	-1,988	-2,183
계속사업순이익	-24,429	-4,716	4,066	6,296	6,912
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-24,429	-4,716	4,066	6,296	6,912
당기순이익	-34.3	-5.3	4.4	6.6	7.2
비자비분순이익	38	106	135	94	104
자비분순이익	-24,467	-4,823	3,931	6,202	6,809
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	125	-23	4	-1	0
포괄순이익	-23,182	-4,945	4,108	6,289	6,914
비자비분포괄이익	91	88	137	94	104
자비분포괄이익	-23,273	-5,033	3,971	6,194	6,810

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-38,112	-7,512	6,123	9,661	10,606
PER	NA	NA	3.1	2.0	1.8
BPS	63,158	55,837	61,960	71,511	81,295
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EBITDAPS	-31,456	13,226	33,032	36,577	37,323
EV/EBITDA	NA	17.0	6.6	5.8	5.4
SPS	111,000	137,421	145,466	147,819	149,865
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-26,867	17,322	37,464	41,249	41,975
DPS	0	0	110	822	1,074

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	17.4	23.8	5.9	1.6	1.4
영업이익 증/감	작지	작지	흑전	27.4	4.2
순이익 증/감	작지	작지	흑전	54.9	9.8
수익성					
ROIC	-13.1	-1.5	3.2	4.2	4.4
ROA	-14.6	-1.9	3.4	4.2	4.3
ROE	-46.9	-12.6	10.4	14.5	13.9
안정성					
부채비율	459.1	543.3	487.9	416.3	360.7
순차입금비율	280.0	349.8	307.3	253.5	210.9
이자보상비율	-11.6	-1.0	1.8	2.6	3.0

자료: 한국전력 대손증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	29,751	29,536	31,694	33,562	35,737
현금및현금성자산	3,235	4,343	5,405	6,972	8,888
매출채권 및 기타채권	10,396	11,913	12,569	12,769	12,945
재고자산	9,931	8,876	9,395	9,547	9,679
기타유동자산	6,189	4,405	4,326	4,274	4,225
비유동자산	205,054	210,179	211,390	212,534	213,631
유형자산	177,865	179,876	180,562	181,156	181,674
관계기업투자금	8,992	9,663	10,154	10,646	11,138
기타비유동자산	18,197	20,641	20,673	20,732	20,819
자산총계	234,805	239,715	243,084	246,416	249,969
유동부채	44,519	61,248	62,655	64,032	65,569
매입채무 및 기타채무	11,577	8,737	8,991	9,065	9,130
차입금	8,820	10,667	10,677	10,687	10,697
유동상채무	13,839	30,454	30,354	30,254	30,154
기타유동부채	10,283	11,390	12,632	14,026	15,587
비유동부채	148,286	141,202	139,078	134,658	130,144
차입금	97,946	92,510	90,341	85,876	81,318
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	50,340	48,691	48,736	48,781	48,827
부채총계	192,805	202,450	201,732	198,690	195,713
자본부분	40,545	35,845	39,776	45,907	52,189
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	20,269	26,401	32,682
기타자본변동	13,792	13,852	13,852	13,852	13,852
비자비분	1,455	1,420	1,575	1,818	2,067
자본총계	42,000	37,265	41,351	47,726	54,256
순차입금	117,614	130,369	127,075	120,979	114,438

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-23,478	1,522	17,359	20,293	20,994
당기순이익	-24,429	-4,716	4,066	6,296	6,912
비현금항목의기감	7,181	15,837	19,985	20,184	20,034
감가상각비	12,461	13,032	13,103	13,162	13,213
외환손익	523	364	397	397	397
자본평가이익	0	0	0	0	0
기타	-5,803	2,441	6,485	6,625	6,425
자산부채의증감	-3,513	-5,142	-1,226	-582	-548
기타현금흐름	-2,717	-4,457	-5,465	-5,605	-5,405
투자활동 현금흐름	-14,954	-13,074	-14,311	-14,306	-14,312
투자자산	-2,918	667	-575	-578	-581
유형자산	-11,717	-13,599	-13,628	-13,598	-13,578
기타	-319	-142	-108	-131	-153
재무활동 현금흐름	38,998	12,662	-2,235	-4,601	-5,152
단기차입금	5,852	1,947	10	10	10
사채	33,341	10,746	-2,169	-4,465	-4,559
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-56	-56	0	-71	-527
기타	-140	24	-76	-76	-76
현금의증감	600	1,108	1,062	1,567	1,916
기초 현금	2,635	3,235	4,343	5,405	6,972
기말 현금	3,235	4,343	5,405	6,972	8,888
NOPLAT	-23,571	-2,835	5,985	7,842	8,168
FCF	-23,537	-3,786	5,056	6,982	7,358

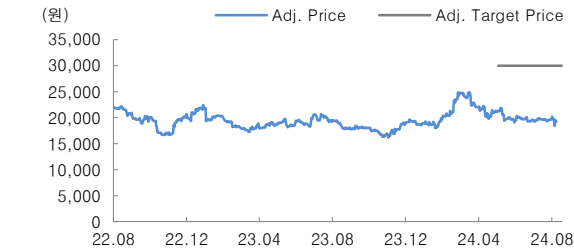
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:허민호)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국전력(015760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.08.09	24.07.24	24.05.31	24.05.06	24.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
과다율(평균%)		(34.20)	(34.00)	(33.02)	
과다율(최대/최소%)		(27.17)	(27.17)	(27.17)	(100.00)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240807)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.0%	6.0%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상