

한국전력

(015760)

요금 인상 명분 확보

투자의견

BUY(유지)

목표주가

28,000 원(유지)

현재주가

19,190 원(8/8)

시가총액

12,319(십억원)

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

- 투자의견 BUY, 목표주가 28,000원 유지. 2Q24 매출액 20조원(-12%qoq, +4%yoy), 영업이익 1.3조원(-4%qoq, 흑전yoy), 당기순이익 1,144억원(-81%qoq, 흑전yoy)으로 당사 추정에 부합하는 실적 기록. 2Q23 대비 전기요금 이 6% 상승했지만 산업용을 중심으로 판매량이 부진해 매출액 증가가 크지 않았음. 또한 석탄 정산조정계수 상향으로 별도 비용이 증가했으며, 별도 손익 적자 전환. 통상적으로 정산계수가 1년간 유지된다는 점을 감안할 때 별도 한전의 자본 감소, 사채발행한도 축소로 요금 인상의 필요성 부각될 전망. 동사의 2024년 투자비 계획은 18조원으로 소폭 상향 되었으며, 전국의 송전제약과 전력망 노후화를 감안할 때 4Q 요금 인상이 필요할 것이라 판단
- 3Q24 매출액 25조원(+20%qoq, +1%yoy), 영업이익 1.9조원(+49%qoq, -7%yoy) 전망. 더위로 인한 전력 수요 증가 시, SMP 상승 및 마진 축소 가능성이 존재하나 호실적 추정. 당사는 3Q 마진 스프레드를 7원/kWh로 추정

| | |
|-----------|--------|
| 주가(원,8/8) | 19,190 |
| 시가총액(십억원) | 12,319 |

| | |
|--------------|-----------|
| 발행주식수 | 641,964천주 |
| 52주 최고가 | 25,450원 |
| 최저가 | 16,030원 |
| 52주 일간 Beta | 0.47 |
| 60일 일평균거래대금 | 374억원 |
| 외국인 지분율 | 14.7% |
| 배당수익률(2024F) | 0.0% |

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

| | | | |
|---------|------|------|------|
| 주가상승(%) | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준 | 7.5 | -3.5 | -0.7 |
| 절대기준 | -3.1 | -5.9 | -1.4 |

| | | | |
|----------|--------|--------|----|
| (원, 십억원) | 현재 | 직전 | 변동 |
| 투자의견 | BUY | BUY | - |
| 목표주가 | 28,000 | 28,000 | - |
| 영업이익(24) | 5,796 | 5,893 | ▼ |
| 영업이익(25) | 9,841 | 8,214 | ▲ |

| 12월 결산(십억원) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 88,219 | 90,349 | 89,825 | 92,610 |
| 영업이익 | -4,542 | 5,796 | 9,841 | 10,900 |
| 세전손익 | -7,554 | 1,469 | 5,524 | 6,569 |
| 당기순이익 | -4,716 | 1,020 | 3,758 | 4,377 |
| EPS(원) | -7,512 | 1,494 | 5,783 | 6,706 |
| 증감률(%) | - | 흑전 | 287.0 | 16.0 |
| PER(배) | - | 12.8 | 3.3 | 2.9 |
| ROE(%) | -12.6 | 2.7 | 9.7 | 10.2 |
| PBR(배) | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA(배) | 17.0 | 7.2 | 5.9 | 5.6 |

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 상반기 평균 요금인상분

- 물가부담으로 상반기 요금인상 없었음
- 그러나 누적적자 해소 위해 요금인상 반드시 필요

Q. 믹스별 연간 판매량 전망

- 가이던스 제공 않고 있음

Q. 실적 개선 이유/전망

- 작년 3 차례 요금조정으로 인한 매출증가
- 연료가격 하락으로 구입비 감소 영향

Q. 산업용 판매량 중별 breakdown

- 데이터 확보 후 소통 가능할 듯

Q. 2분기 판매량 qoq 하락 원인

- 겨울철 → 봄철 전력수요 및 요금단가 변화 영향

Q. 연료비단가 전망

- 올해 초부터 두바이 원유 가격이 80 달러/배럴 부근을 횡보 중
- 당사 연료비는 유가에 강하게 연동되어 있음
- 향후 연료비는 2Q까지와 비슷하게 유지될 것이라 전망 (유가 여하에 따라 변동 가능)

Q. 누진제 한시적 완화

- 이미 하계 누진구간 완화 & 취약계층 하계 할인한도 확대하여 운영 중
- 필요 시 누진제 개선에 대해 검토 계획

Q. IPP PPA 합산 전력구입량/금액

- 2Q 총 구입량 13 만 GWh 중 8.4 만 GWh 이 그룹사로부터 구매
- 2Q 기준 16 조원의 구입금액 중 9.4 조원을 그룹사로부터 구매

Q. 기타비용 감소원인

- 민간발전사에 대한 연료공급사업 비용 크게 감소
- 유연탄 가격이 yoy 로 크게 하락하며 IPP 관련 사업원가(연료 가격) 하락

Q. 원전 사후복구 충당부채 인상/반영 시기

- 원전 사후처리 충당부채는 매 분기마다 할인율과 물가상승률 고려해 재산정

Q. 정산조정계수

- 연초 원자력 0.3149, 석탄 0.5204
- 4/1 부로 원자력 0.4924, 석탄 1 로 적용. 이후 변동 없음
- 거래소가 연 1 회 산정 원칙이나 필요 시 재산정 가능
- 금년 이미 한 차례 재산정하였으나 오차보상 등 위해 최종 한 차례 더 이루어지지 않을까 예상

Q. 석탄 이용률 하락 원인/전망

- 환경설비 개선공사와 2Q 에 집중된 예방정비, 동해안 송전제약 등 원인 다양
- 예방정비는 2Q 에 완료되어 일부 해소되나, 환경설비 및 송전제약은 단시간에 해결 어려운 문제
- 향후 이용률은 지켜볼 필요

도표 1. 연간 실적 변경 내역

| (단위: 십억원, %, %p) | 수정전 | | 수정후 | | 변경률 | |
|------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 매출액 | 90,917 | 90,455 | 90,349 | 89,825 | (0.6) | (0.7) |
| 영업이익 | 5,893 | 8,214 | 5,796 | 9,841 | (1.7) | 198 |
| 영업이익률(%) | 6.5 | 9.1 | 6.4 | 11.0 | (0.1) | 1.9 |
| EBITDA | 20,230 | 22,784 | 20,132 | 24,411 | (0.5) | 7.1 |
| EBITDA 이익률(%) | 22.3 | 25.2 | 22.3 | 27.2 | 0.0 | 2.0 |
| 순이익 | 854 | 2,557 | 1,020 | 3,758 | 19.6 | 46.9 |

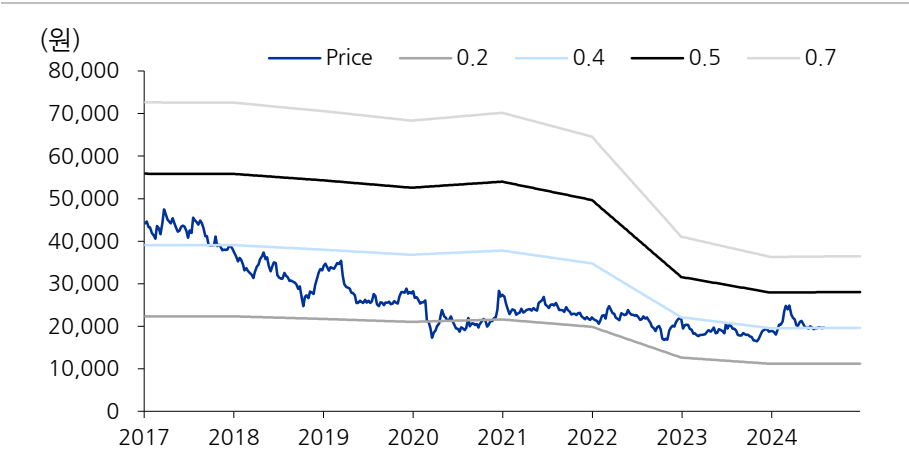
자료: 유진투자증권

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 | 20,474 | 24,620 | 21,963 | 88,219 | 90,349 | 89,825 |
| 영업비용 | 27,772 | 21,895 | 22,473 | 20,621 | 21,993 | 19,223 | 22,757 | 20,580 | 92,761 | 84,553 | 79,984 |
| 연료비 | 9,083 | 6,049 | 6,542 | 5,305 | 6,160 | 4,756 | 5,163 | 5,848 | 26,978 | 21,927 | 23,860 |
| 구입전력비 | 12,171 | 8,918 | 9,255 | 7,960 | 9,203 | 7,970 | 11,069 | 6,283 | 38,304 | 34,524 | 27,391 |
| 기타 | 6,518 | 6,928 | 6,676 | 7,356 | 6,630 | 6,497 | 6,525 | 8,450 | 27,479 | 28,102 | 28,734 |
| 영업이익 | (6,178) | (2,272) | 1,997 | 1,912 | 1,299 | 1,250 | 1,863 | 1,383 | (4,542) | 5,796 | 9,841 |
| OPM(%) | (28.6) | (11.6) | 8.2 | 8.5 | 5.6 | 6.1 | 7.6 | 6.3 | (5.1) | 6.4 | 11.0 |
| 세전이익 | (6,855) | (2,955) | 1,247 | 1,009 | 738 | 349 | 717 | (334) | (7,554) | 1,469 | 5,524 |
| 순이익 | (4,911) | (1,904) | 833 | 1,266 | 596 | 114 | 523 | (213) | (4,716) | 1,020 | 3,758 |

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 | 241,104 | 244,893 | 249,460 |
| 유동자산 | 29,751 | 29,536 | 27,506 | 28,345 | 28,642 |
| 현금성자산 | 4,389 | 5,440 | 3,144 | 4,105 | 3,754 |
| 매출채권 | 10,396 | 11,913 | 11,424 | 11,357 | 11,710 |
| 재고자산 | 9,931 | 8,876 | 9,630 | 9,574 | 9,871 |
| 비유동자산 | 205,054 | 210,179 | 213,598 | 216,548 | 220,818 |
| 투자자산 | 26,132 | 29,170 | 29,874 | 29,701 | 30,622 |
| 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 | 203,437 | 203,514 | 203,776 |
| 유동부채 | 44,519 | 61,248 | 62,914 | 62,853 | 63,174 |
| 매입채무 | 11,577 | 8,737 | 10,402 | 10,342 | 10,662 |
| 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 | 37,667 | 41,379 | 45,684 |
| 자배지분 | 40,545 | 35,845 | 36,247 | 39,960 | 44,265 |
| 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 | 17,298 | 21,010 | 25,315 |
| 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 | 37,667 | 41,379 | 45,684 |
| 총차입금 | 125,201 | 137,892 | 136,781 | 136,481 | 135,981 |
| 순차입금 | 120,812 | 132,452 | 133,637 | 132,376 | 132,227 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 영업현금 | (23,478) | 1,522 | 14,526 | 17,904 | 17,496 |
| 당기순이익 | (24,429) | (4,716) | 1,020 | 3,758 | 4,377 |
| 자산상각비 | 12,461 | 13,032 | 14,336 | 14,570 | 14,822 |
| 기타비현금성손익 | (5,280) | 2,804 | (3,211) | (1,859) | (2,707) |
| 운전자본증감 | (3,513) | (5,142) | 1,400 | 62 | (328) |
| 매출채권감소(증가) | (1,829) | (858) | 489 | 66 | (352) |
| 재고자산감소(증가) | (3,001) | 148 | (755) | 56 | (297) |
| 매입채무증가(감소) | 2,844 | (4,115) | 1,665 | (60) | 321 |
| 기타 | (1,527) | (316) | 0 | 0 | 0 |
| 투자현금 | (14,954) | (13,074) | (16,822) | (16,943) | (17,847) |
| 단기투자자산감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기투자증권감소 | (305) | (492) | 229 | 751 | 324 |
| 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 | (2,296) | 961 | (351) |
| 기초현금 | 2,635 | 3,235 | 4,343 | 2,047 | 3,008 |
| 기말현금 | 3,235 | 4,343 | 2,047 | 3,008 | 2,657 |
| Gross Cash flow | (17,248) | 11,120 | 13,127 | 17,842 | 17,824 |
| Gross Investment | 18,466 | 18,215 | 15,423 | 16,881 | 18,175 |
| Free Cash Flow | (35,714) | (7,095) | (2,296) | 961 | (351) |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 71,258 | 88,219 | 90,349 | 89,825 | 92,610 |
| 증가율(%) | 17.4 | 23.8 | 2.4 | (0.6) | 3.1 |
| 매출원가 | 100,904 | 89,700 | 81,709 | 77,083 | 78,718 |
| 매출총이익 | (29,646) | (1,480) | 8,641 | 12,743 | 13,891 |
| 판매 및 일반관리비 | 3,009 | 3,062 | 2,845 | 2,902 | 2,992 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업이익 | (32,655) | (4,542) | 5,796 | 9,841 | 10,900 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | 69.8 | 10.8 |
| EBITDA | (20,194) | 8,491 | 20,132 | 24,411 | 25,722 |
| 증가율(%) | 적전 | 흑전 | 137.1 | 21.3 | 5.4 |
| 영업외손익 | (1,188) | (3,012) | (4,327) | (4,317) | (4,331) |
| 이자수익 | 370 | 456 | 174 | 159 | 156 |
| 이자비용 | 2,819 | 4,452 | 5,290 | 5,276 | 5,269 |
| 지분법손익 | 1,310 | 613 | 490 | 687 | 666 |
| 기타영업손익 | (50) | 371 | 299 | 115 | 116 |
| 세전순이익 | (33,844) | (7,554) | 1,469 | 5,524 | 6,569 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | 276.0 | 18.9 |
| 법인세비용 | (9,415) | (2,838) | 449 | 1,766 | 2,191 |
| 당기순이익 | (24,429) | (4,716) | 1,020 | 3,758 | 4,377 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | 268.2 | 16.5 |
| 지배주주지분 | (24,467) | (4,823) | 959 | 3,713 | 4,305 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | 287.0 | 16.0 |
| 비지배지분 | 38 | 106 | 61 | 45 | 72 |
| EPS(원) | (38,112) | (7,512) | 1,494 | 5,783 | 6,706 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | 287.0 | 16.0 |
| 수정EPS(원) | (38,112) | (7,512) | 1,494 | 5,783 | 6,706 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | 287.0 | 16.0 |

주요투자지표

| | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|--------------------|----------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (38,112) | (7,512) | 1,494 | 5,783 | 6,706 |
| BPS | 63,158 | 55,837 | 56,462 | 62,246 | 68,952 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 밸류에이션(배, %) | | | | | |
| PER | - | - | 12.8 | 3.3 | 2.9 |
| PBR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA | - | 17.0 | 7.2 | 5.9 | 5.6 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | - | - | - |
| PCR | - | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | (45.8) | (5.1) | 6.4 | 11.0 | 11.8 |
| EBITDA이익률 | (28.3) | 9.6 | 22.3 | 27.2 | 27.8 |
| 순이익률 | (34.3) | (5.3) | 1.1 | 4.2 | 4.7 |
| ROE | (46.9) | (12.6) | 2.7 | 9.7 | 10.2 |
| ROIC | (16.3) | (2.1) | 2.5 | 4.1 | 4.4 |
| 안정성 (배, %) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 287.6 | 355.4 | 354.8 | 319.9 | 289.4 |
| 유동비율 | 66.8 | 48.2 | 43.7 | 45.1 | 45.3 |
| 이자보상배율 | (11.6) | (1.0) | 1.1 | 1.9 | 2.1 |
| 활동성 (회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 매출채권회전율 | 7.7 | 7.9 | 7.7 | 7.9 | 8.0 |
| 재고자산회전율 | 8.1 | 9.4 | 9.8 | 9.4 | 9.5 |
| 매입채무회전율 | 7.3 | 8.7 | 9.4 | 8.7 | 8.8 |

Compliance Notice

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

| | | |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| · BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 95% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 4% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 1% |

(2024.06.30 기준)

