



BUY

목표주가(12M) 25,000원(상향)
현재주가(10.21) 21,250원

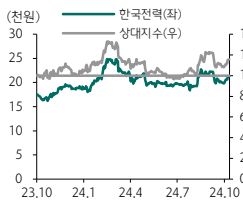
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,604.92
52주 최고/최저(원)	24,850/16,190
시가총액(십억원)	13,641.7
시가총액비중(%)	0.64
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,881.1
60일 평균 거래대금(십억원)	39.1
외국인지분율(%)	15.01
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.88

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	91,874.4	94,741.7
영업이익(십억원)	7,376.7	8,995.9
순이익(십억원)	3,148.9	4,706.1
EPS(원)	4,486	6,880
BPS(원)	60,596	67,732

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	71,257.9	88,219.5	92,264.1	93,324.7
영업이익	(32,655.2)	(4,541.6)	7,086.9	8,422.0
세전이익	(33,843.6)	(7,554.0)	4,030.5	5,353.5
순이익	(24,466.9)	(4,822.5)	1,591.7	1,755.2
EPS	(38,112)	(7,512)	2,479	2,734
증감율	적지	적지	호전	10.29
PER	(0.57)	(2.52)	8.57	7.77
PBR	0.35	0.34	0.36	0.35
EV/EBITDA	(6.59)	16.95	7.00	6.66
ROE	(46.90)	(12.63)	4.32	4.54
BPS	63,158	55,837	58,857	61,591
DPS	0	0	0	320



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 10월 22일 | 기업분석_Earnings Preview

한국전력 (015760)

전기요금 인상 시점까지 대응 필요

목표주가 25,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 25,000원으로 기존대비 4.1% 상향하며 투자의견 매수 유지한다. 2025년 예상 BPS에 목표 PBR 0.4배를 적용했다. 3분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 여름철 전력수요 성수기 판매량이 늘어났지만 원가도 유의미하게 증가할 것으로 예상되며 4분기부터는 2023년 11월 전기요금 인상 효과의 영향이 작아진다. 2027년 기말 자본비율 정상화를 위해서 전기요금 인상이 요구되는 상황이다. 하지만 현재 흑자를 기록하고 있고 해당 시점까지 사채발행한도 배수의 규정 변화 여지도 존재하기 때문에 기대 이상의 전기요금 인상 가능성은 높지 않을 수 있다. 2024년 추정치 기준 PBR 0.4배다.

3Q24 영업이익 2.5조원(YoY +26.7%) 컨센서스 하회 전망

3분기 매출액은 25.6조원으로 전년대비 4.5% 증가할 전망이다. 전력판매실적은 전년대비 2.7% 증가할 것으로 예상되며 4Q23 전기요금 인상 효과로 외형 성장세가 유지될 수 있다. 영업이익은 2.5조원으로 전년대비 26.7% 증가할 것으로 예상된다. 연료비와 구입전력비는 각각 6.9조원, 9.6조원으로 전년대비 5.6%, 4.1% 증가할 것으로 추정된다. 연료비는 유연탄 가격 안정화를 원자력 비용 증가와 복합화력 Mix 상승으로 늘어날 전망이다. 구입전력비는 전년대비 기저발전 비중 감소와 정산단가 상승에 증가가 예상된다. 원자력과 유연탄 발전소 이용률은 각각 82.0%, 61.2%로 전년대비 2.6%p 하락, 1.1%p 상승으로 예상된다. 신한울 2호기 상업운전 이후 후속 도입 예정이었던 새울 3,4호기는 약 1년 가량 지연될 전망이다. 유연탄 설비는 신규 도입이 없고 노후 설비가 폐쇄되며 원자력은 설계수명 만료로 정지되는 호기가 늘어난다. 동해안 HVDC 가운데 지연 이슈가 적은 4GW 규모 송전 설비가 가동하기 전까지 당분간 전력 Mix 변화에 따른 긍정적 효과는 기대하기 어려울 수 있다.

인상 규모 보수적 관점 유지하나 의사결정 시점까지 대응 유요

추석 이후 동결로 발표된 연료비 조정단가 영향으로 주가 조정이 상당히 크게 나타났으나 아직 전기요금 인상은 다른 형태로 이뤄질 여지가 충분하다. 비록 정상화 레벨에는 부족한 수준이지만 그래도 3분기는 성수기이기 때문에 영업흑자 규모가 다른 분기보다 클 수밖에 없다. 지난해 11월 8일에 요금이 인상된 것처럼 국정감사 종료 후 3분기 실적발표 전까지 주어진 시간 가운데 조정 가능성이 높다고 판단된다. 2023년 상반기는 적자였고 2024년은 흑자를 기록하고 있는 점에서 인상폭에 대해서는 다소 기대를 낮출 필요가 있다고 보인다. 하지만 최근 낮아진 원자재 가격 등을 감안하면 작은 기여도라도 긴 호흡에서 긍정적으로 작용할 여지가 있다.

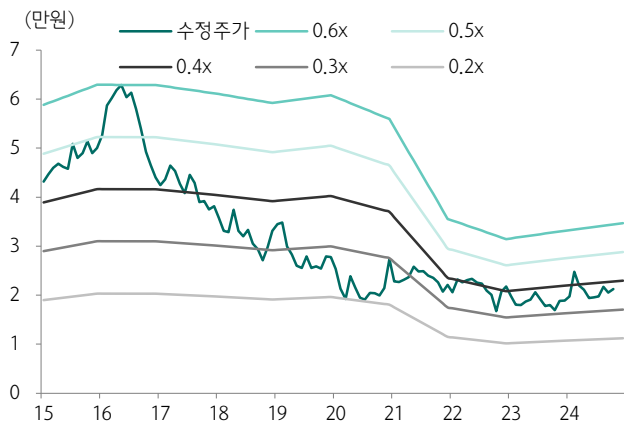
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023				2024F				3Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	215,941	196,224	244,699	225,330	232,928	204,737	255,770	229,207	4.5	24.9
전기판매수익	202,591	183,616	231,641	211,699	221,650	195,406	245,667	218,971	6.1	25.7
기타매출	13,350	12,608	13,058	13,631	11,278	9,331	10,103	10,236	(22.6)	8.3
영업이익	(61,775)	(22,725)	19,965	19,118	12,994	12,503	25,305	20,068	26.7	102.4
연료비	90,830	60,488	65,418	53,047	61,601	47,563	69,091	50,009	5.6	45.3
구입전력비	121,709	89,178	92,553	79,603	92,029	79,697	96,344	87,276	4.1	20.9
기타	65,177	69,283	66,763	73,562	66,304	64,974	65,030	71,854	(2.6)	0.1
세전이익	(68,548)	(29,552)	12,473	10,086	7,378	3,491	17,278	12,159	38.5	395.0
순이익	(49,465)	(19,028)	7,939	12,328	5,615	651	5,665	3,987	(28.7)	770.3
영업이익률(%)	(28.6)	(11.6)	8.2	8.5	5.6	6.1	9.9	8.8	-	-
세전이익률(%)	(31.7)	(15.1)	5.1	4.5	3.2	1.7	6.8	5.3	-	-
순이익률(%)	(22.9)	(9.7)	3.2	5.5	2.4	0.3	2.2	1.7	-	-
전력판매(GWh)	143,210	126,737	145,147	130,872	141,696	126,787	149,013	132,181	2.7	17.5
판매단가(원/kWh)	141	145	160	162	156	154	165	166	3.3	7.0
원/달러 환율	1,276	1,316	1,313	1,321	1,329	1,371	1,357	1,350	3.3	(1.0)
석탄(천원/톤)	268	247	211	195	196	190	185	189	(12.3)	(2.7)
LNG(천원/톤)	1,859	1,719	1,121	1,110	1,157	1,022	1,074	1,058	(4.2)	5.1

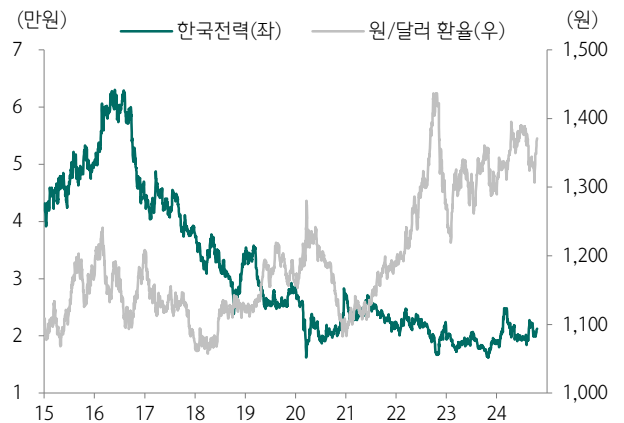
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



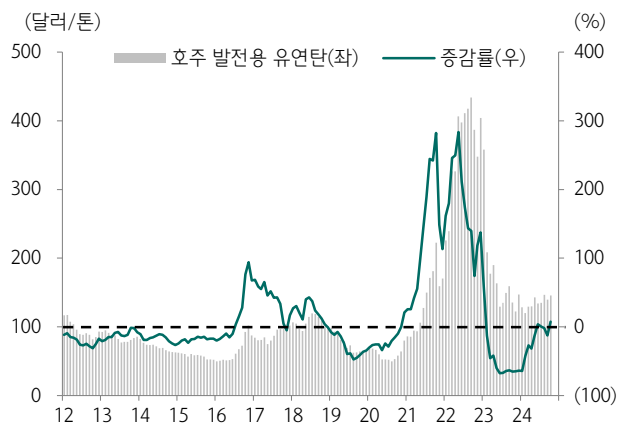
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



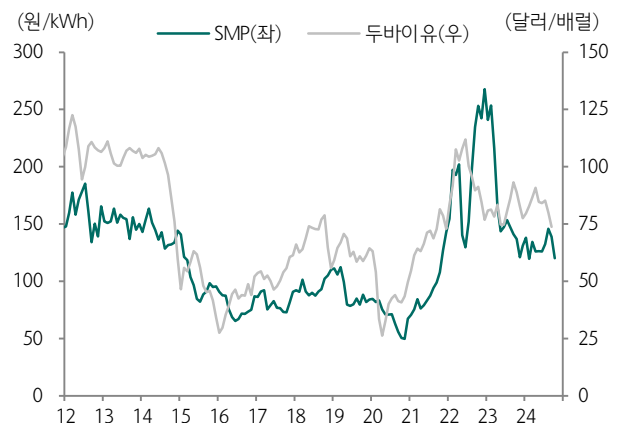
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 (10월 YoY +7.6%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (9월 SMP YoY -1.7%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	71,257.9	88,219.5	92,264.1	93,324.7	94,321.9
매출원가	100,903.6	89,699.5	81,636.9	80,964.2	81,766.9
매출총이익	(29,645.7)	(1,480.0)	10,627.2	12,360.5	12,555.0
판매비	3,009.4	3,061.6	3,540.3	3,938.5	3,935.8
영업이익	(32,655.2)	(4,541.6)	7,086.9	8,422.0	8,619.2
금융손익	(2,913.5)	(3,922.0)	(4,069.9)	(4,000.0)	(3,600.0)
종속/관계기업손익	1,310.4	613.0	806.6	636.8	574.1
기타영업외손익	414.6	296.6	207.0	294.7	291.7
세전이익	(33,843.6)	(7,554.0)	4,030.5	5,353.5	5,885.1
법인세	(9,414.5)	(2,837.8)	2,355.0	3,598.3	3,955.6
계속사업이익	(24,429.1)	(4,716.1)	1,675.5	1,755.2	1,929.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(24,429.1)	(4,716.1)	1,675.5	1,755.2	1,929.5
비배주주지분 손이익	37.7	106.4	83.8	0.0	0.0
지배주주순이익	(24,466.9)	(4,822.5)	1,591.7	1,755.2	1,929.5
지배주주지분포괄이익	(23,273.2)	(5,032.6)	1,637.2	1,206.6	1,326.4
NOPAT	(23,571.2)	(2,835.5)	2,946.0	2,761.3	2,825.9
EBITDA	(20,193.7)	8,490.6	21,077.7	22,459.4	22,796.8
성장성(%)					
매출액증가율	17.44	23.80	4.58	1.15	1.07
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	(6.27)	2.34
EBITDA증가율	적전	흑전	148.25	6.56	1.50
영업이익증가율	적지	적지	흑전	18.84	2.34
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	10.27	9.93
EPS증가율	적지	적지	흑전	10.29	9.95
수익성(%)					
매출총이익률	(41.60)	(1.68)	11.52	13.24	13.31
EBITDA이익률	(28.34)	9.62	22.84	24.07	24.17
영업이익률	(45.83)	(5.15)	7.68	9.02	9.14
계속사업이익률	(34.28)	(5.35)	1.82	1.88	2.05

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(38,112)	(7,512)	2,479	2,734	3,006
BPS	63,158	55,837	58,857	61,591	64,276
CFPS	(26,867)	17,322	34,832	36,498	37,642
EBITDAPS	(31,456)	13,226	32,833	34,986	35,511
SPS	111,000	137,421	143,722	145,374	146,927
DPS	0	0	0	320	750
주가지표(배)					
PER	(0.57)	(2.52)	8.57	7.77	7.07
PBR	0.35	0.34	0.36	0.35	0.33
PCFR	(0.81)	1.09	0.61	0.58	0.56
EV/EBITDA	(6.59)	16.95	7.00	6.66	6.63
PSR	0.20	0.14	0.15	0.15	0.14
재무비율(%)					
ROE	(46.90)	(12.63)	4.32	4.54	4.78
ROA	(10.97)	(2.03)	0.66	0.71	0.77
ROIC	(13.11)	(1.55)	1.60	1.46	1.47
부채비율	459.06	543.28	523.66	507.01	491.85
순부채비율	280.03	349.84	338.58	328.72	319.54
이자보상비율(배)	(11.59)	(1.02)	1.53	1.77	1.79

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	29,750.5	29,536.2	29,240.3	29,274.7	29,299.4
금융자산	7,587.5	7,523.2	6,856.4	6,661.1	6,421.8
현금성자산	3,234.8	4,342.9	4,487.9	4,281.2	4,028.6
매출채권	9,504.1	11,009.5	11,199.0	11,314.4	11,447.2
재고자산	9,930.7	8,875.6	9,028.3	9,121.4	9,228.4
기타유동자산	2,728.2	2,127.9	2,156.6	2,177.8	2,202.0
비유동자산	205,054.4	210,178.8	215,390.7	219,479.5	223,447.0
투자자산	12,328.9	13,208.8	13,580.6	13,706.8	13,852.0
금융자산	3,336.8	3,546.2	3,751.8	3,776.7	3,805.3
유형자산	177,865.3	179,875.5	184,299.6	188,402.7	192,345.8
무형자산	1,056.8	1,133.1	1,096.0	955.4	834.7
기타비유동자산	13,803.4	15,961.4	16,414.5	16,414.6	16,414.5
자산총계	234,805.0	239,715.0	244,631.0	248,754.2	252,746.4
유동부채	44,518.6	61,248.4	76,902.5	78,797.9	80,522.7
금융부채	23,318.0	41,752.5	56,997.4	58,704.0	60,211.6
매입채무	7,529.9	4,341.5	4,416.2	4,461.7	4,514.0
기타유동부채	13,670.7	15,154.4	15,488.9	15,632.2	15,797.1
비유동부채	148,286.2	141,201.8	128,503.6	128,976.1	129,519.4
금융부채	101,883.2	96,139.5	82,665.9	82,665.9	82,665.9
기타비유동부채	46,403.0	45,062.3	45,837.7	46,310.2	46,853.5
부채총계	192,804.7	202,450.2	205,406.1	207,774.0	210,042.2
지배주주지분	40,545.4	35,845.1	37,783.9	39,539.2	41,263.2
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,112.3	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6
자본조정	13,295.0	13,295.0	12,708.6	12,708.6	12,708.6
기타포괄이익누계액	497.0	557.4	1,083.8	1,083.8	1,083.8
이익잉여금	21,431.3	16,338.3	18,337.2	20,092.4	21,816.4
비지배주주지분	1,454.9	1,419.7	1,441.0	1,441.0	1,441.0
자본총계	42,000.3	37,264.8	39,224.9	40,980.2	42,704.2
순금융부채	117,613.7	130,368.8	132,806.9	134,708.8	136,455.8

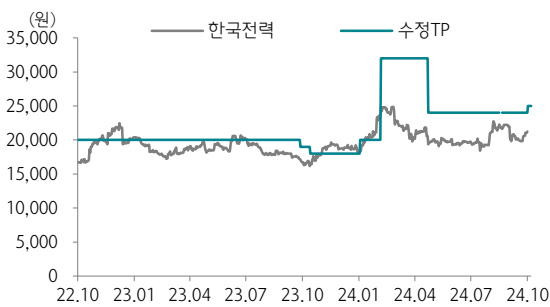
현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(23,477.5)	1,522.2	14,489.0	16,294.3	16,684.0
당기순이익	(24,429.1)	(4,716.1)	1,675.5	1,755.2	1,929.5
조정	4,464.2	11,380.0	14,120.7	14,037.4	14,177.6
감가상각비	12,461.4	13,032.3	13,990.8	14,037.4	14,177.6
외환거래손익	523.3	363.7	1,283.0	0.0	0.0
지분법손익	(1,310.4)	(613.0)	(500.0)	0.0	0.0
기타	(7,210.1)	(1,403.0)	(653.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(3,512.6)	(5,141.7)	(1,307.2)	501.7	576.9
투자활동 현금흐름	(14,953.8)	(13,073.8)	(13,893.2)	(18,137.7)	(18,158.4)
투자자산감소(증가)	(1,979.8)	(880.5)	(371.7)	(126.2)	(145.2)
자본증가(감소)	(11,717.0)	(13,598.7)	(16,091.3)	(18,000.0)	(18,000.0)
기타	(1,257.0)	1,405.4	2,569.8	(11.5)	(13.2)
재무활동 현금흐름	38,997.9	12,661.9	562.4	1,706.6	1,302.2
금융부채증가(감소)	40,183.2	12,690.7	1,771.4	1,706.6	1,507.6
자본증가(감소)	37.5	332.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,167.0)	(305.5)	(1,209.0)	0.0	0.0
배당지급	(55.8)	(55.5)	0.0	0.0	(205.4)
현금의 증감	599.5	1,108.1	181.8	(206.7)	(252.6)
Unlevered CFO	(17,247.7)	11,120.4	22,361.1	23,430.5	24,164.6
Free Cash Flow	(35,824.4)	(12,386.2)	(1,835.0)	(1,705.7)	(1,316.0)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.10.22	BUY	25,000	-	-
24.9.10	BUY	24,000	-13.68%	-7.29%
24.9.6	BUY	-	-	-
24.5.13	BUY	24,000	-16.93%	-5.21%
24.2.26	BUY	32,000	-30.36%	-22.34%
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%

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 10월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 10월 22일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	95.15%	4.41%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 10월 19일