



한국전력 (015760)

멀게만 느껴지는

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 27,000원

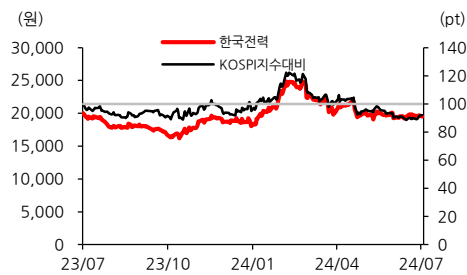
현재 주가(7/23)	19,320원
상승여력	▲39.8%
시가총액	124,027억원
발행주식수	641,964천주
52주 최고가 / 최저가	24,850 / 16,190원
90일 일평균 거래대금	363.29억원
외국인 지분율	14.7%
주주 구성	
한국산업은행 (외 3인)	51.1%
국민연금공단 (외 1인)	6.6%
한국전력공사우리스주 (외 1인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.2	-9.9	5.7	-3.6
상대수익률(KOSPI)	0.6	-15.7	-6.2	-9.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	71,258	88,219	92,996	94,390
영업이익	-32,655	-4,542	6,856	6,371
EBITDA	-20,194	8,491	20,512	19,927
지배주주순이익	-24,467	-4,823	2,595	2,513
EPS	-38,112	-7,512	4,043	3,915
순차입금	120,812	132,452	129,449	127,101
PER	-0.6	-2.5	4.8	4.9
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	-6.7	17.0	6.9	7.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-46.9	-12.6	7.0	6.3

주가 추이



이번 2 분기에도 한국전력의 영업이익은 흑자를 이어갈 것으로 전망합니다. 다만, 4 개 분기 연속 흑자에도 불구하고 회사의 정상화까지는 갈 길이 멀어 보입니다. 동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 27,000 원 을 유지합니다.

2Q24 Preview: 영업이익 흑자 지속 예상

한국전력의 2분기 매출액은 21.1조 원, 영업이익 1.1조 원으로 전년동기 대비 각각 +7.8%, 흑자전환을 기록한 것으로 추정한다. 시장 컨센서스와 유사한 수치다. 총 매출액은 전기판매량 증가가 미미했음에도 불구하고 전기료 인상 효과에 따라 성장을 기록한 것으로 파악된다. 영업이익은 전기판매수익 증가와 연료비 감소 효과로 흑자 기조를 지속하겠으나, 전분기 대비로는 전기 판매량 감소, 환율 상승 등의 영향으로 감소한 것으로 추정했다.

흑자 지속에도 멀게만 느껴지는

4개 분기 연속 흑자 지속에도 불구하고 회사의 정상화까지는 갈 길이 멀어보인다. 에너지 가격의 급등으로 '21년 하반기 이후 2년 동안의 누적 순적자는 36조 원을 넘어섰다. 그 결과 '21년 말 80조 원 수준이었던 차입금은 '23년 말 134조 원에 육박했고, 연간 이자비용만 4조 원을 넘어섰다. 현재로서 추정되는 연간 6조 원대의 영업이익으로는 동사의 정상화를 기대하기에 역부족이다. 사채 발행한도 확대는 2027년 말까지 한시적으로 이루어진 가운데, 드라마틱한 이익 개선을 위해서는 에너지 가격의 급락과 같은 매크로 변수에 의존하거나 전기요금을 인상하는 방법뿐이지만, 둘 중 그 어느 것도 뚜렷한 방향성을 그리기 어려운 실정이다.

투자의견 BUY, 목표주가 27,000원 유지

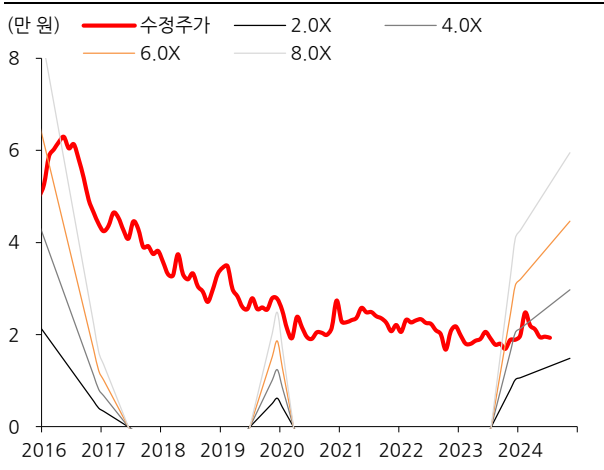
한국전력에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 27,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 0.44배(예상 ROE 6.6%)를 적용해 산출했다. 하반기 전기요금 인상을 통해 보다 뚜렷한 실적 개선의 발판을 마련함과 동시에 에너지 가격 변동, 환율 추이 등 매크로 변수를 함께 살펴볼 필요가 있겠다. 현재 동사의 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/B 0.3배, P/E 3.0배 수준이다.

[표1] 한국전력의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	62,109	12개월 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.44	12개월 예상 ROE 6.6%, COE 9.0%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	27,322	
목표 주가(원)	27,000	
현재 주가(원)	19,320	
상승 여력	40%	

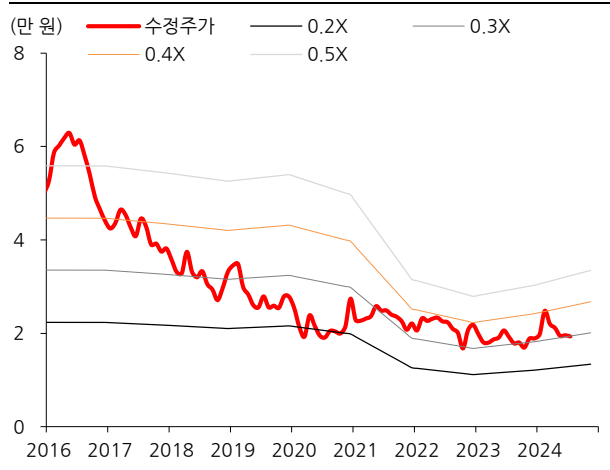
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



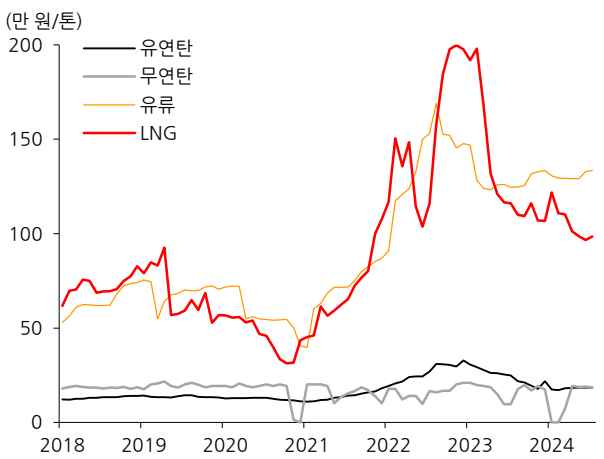
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



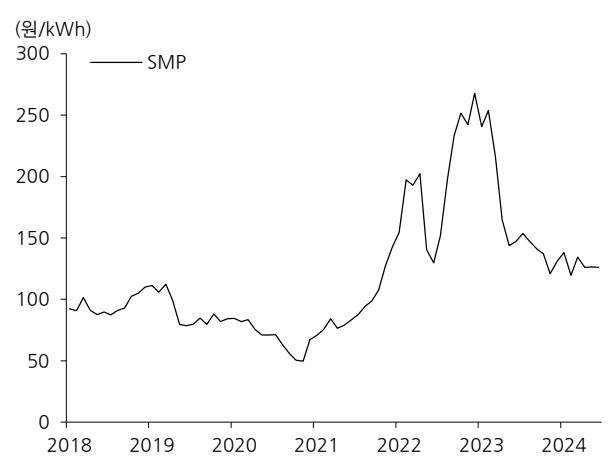
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 연료비용 추이



자료: EPSIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] SMP 추이



자료: EPSIS, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한국전력의 2024년 2분기 실적 예상치

(단위: 십억 원)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E		증감		컨센서스 차이
					예상치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	19,622	24,470	22,533	23,293	21,144	21,022	7.8%	-9.2%	0.6%
영업이익	-2,272	1,997	1,912	1,299	1,088	1,085	후자전환	-16.3%	0.2%
지배주주순이익	-1,903	794	1,233	561	83	195	후자전환	-85.2%	-57.6%
영업이익률	-11.6%	8.2%	8.5%	5.6%	5.1%	5.2%	16.7%P	-0.4%P	0.0%P
순이익률	-9.7%	3.2%	5.5%	2.4%	0.4%	0.9%	10.1%P	-2.0%P	-0.5%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한국전력의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	21,594	19,622	24,470	22,533	23,293	21,144	25,668	22,892	71,258	88,219	92,996	94,390
YoY(%)	31.2	26.4	23.8	15.6	7.9	7.8	4.9	1.6	17.6	23.8	5.4	1.5
전기판매수익	20,259	18,362	23,164	21,170	22,165	20,052	24,531	21,723	66,199	82,955	88,470	89,853
기타매출	1,335	1,261	1,306	1,349	1,128	1,093	1,137	1,169	5,059	5,250	4,526	4,538
매출원가/판매비	27,772	21,895	22,473	20,621	21,993	20,057	22,185	21,905	103,913	92,761	86,140	88,019
연료비	9,083	6,049	6,542	5,305	6,160	4,837	6,163	5,566	34,669	26,978	22,726	21,909
구입전력비	12,171	8,918	9,255	7,960	9,203	8,005	8,919	8,429	41,985	38,304	34,557	35,842
감가상각비	2,813	2,834	2,902	2,766	2,809	2,865	2,922	2,980	10,770	11,314	11,576	12,161
기타	3,704	4,095	3,774	4,604	3,822	4,350	4,181	4,929	12,250	11,872	12,374	12,993
영업이익	-6,178	-2,272	1,997	1,912	1,299	1,088	3,482	987	-32,655	-4,542	6,856	6,371
YoY(%)	적자지속	적자지속	후자전환	후자전환	후자전환	후자전환	74.4	-48.4	적자지속	적자지속	후자전환	-7.1
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.2	8.5	5.6	5.1	13.6	4.3	-45.8	-5.1	7.4	6.7
영업외손익	-677	-683	-749	-903	-562	-969	-864	-809	-1,188	-3,012	-3,204	-2,809
세전이익	-6,855	-2,955	1,247	1,009	738	119	2,618	177	-33,844	-7,554	3,652	3,562
순이익	-4,911	-1,904	833	1,266	596	84	1,846	125	-24,429	-4,716	2,650	2,565
YoY(%)	적자지속	적자지속	후자전환	후자전환	후자전환	후자전환	121.5	-89.3	적자지속	적자지속	후자전환	-3.2
순이익률(%)	-22.7	-9.7	3.4	5.2	2.6	0.4	7.2	0.5	-34.3	-5.5	2.9	2.7
지배주주순이익	-4,947	-1,903	794	1,233	561	83	1,827	124	-24,467	-4,823	2,595	2,513
[주요 가정]												
전기판매량(GWh)	143,210	126,737	145,147	130,872	141,696	126,755	146,388	131,179	547,933	545,966	546,017	550,440
판매단가(원/kWh)	147	145	160	158	161	159	168	162	121	153	163	164
SMP(원/kWh)	237	152	147	130	131	126	127	128	197	166	128	126
LNG(천원/톤)	1,859	1,215	1,121	1,110	1,157	996	996	996	1,544	1,356	1,038	984
석탄(천원/톤)	268	247	211	195	196	206	208	208	269	230	204	200
환율(원/달러)	1,277	1,315	1,312	1,320	1,329	1,371	1,385	1,385	1,292	1,306	1,368	1,375

자료: 한국전력, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	60,674	71,258	88,219	92,996	94,390
매출총이익	-2,971	-29,646	-1,480	10,426	10,164
영업이익	-5,846	-32,655	-4,542	6,856	6,371
EBITDA	6,096	-20,194	8,491	20,512	19,927
순이자손익	-1,682	-2,449	-3,996	-4,071	-4,013
외화관련손익	-1,084	-904	-397	-753	0
지분법손익	495	1,310	613	405	0
세전계속사업손익	-7,072	-33,844	-7,554	3,652	3,562
당기순이익	-5,216	-24,429	-4,716	2,650	2,565
지배주주순이익	-5,305	-24,467	-4,823	2,595	2,513
증가율(%)					
매출액	12.3	17.4	23.8	5.4	1.5
영업이익	적전	적지	적지	흑전	-7.1
EBITDA	-31.6	적전	흑전	141.6	-2.9
순이익	적전	적지	적지	흑전	-3.2
이익률(%)					
매출총이익률	-4.9	-41.6	-1.7	11.2	10.8
영업이익률	-9.6	-45.8	-5.1	7.4	6.7
EBITDA 이익률	10.0	-28.3	9.6	22.1	21.1
세전이익률	-11.7	-47.5	-8.6	3.9	3.8
순이익률	-8.6	-34.3	-5.3	2.9	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	4,491	-23,478	1,522	18,767	18,105
당기순이익	-5,216	-24,429	-4,716	2,650	2,565
자산상각비	11,942	12,461	13,032	13,657	13,556
운전자본증감	-2,313	-3,513	-5,142	1,209	203
매출채권 감소(증가)	653	-1,829	-858	672	-152
재고자산 감소(증가)	-1,738	-3,001	148	-168	-119
매입채무 증가(감소)	1,574	2,844	-4,115	355	122
투자현금흐름	-12,373	-14,954	-13,074	-15,287	-15,806
유형자산처분(취득)	-12,409	-11,717	-13,599	-14,578	-14,881
무형자산 감소(증가)	-113	-80	-75	-85	-86
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-35	-49
재무현금흐름	8,435	38,998	12,662	-2,832	-1,800
차입금의 증가(감소)	9,081	38,631	12,119	-2,936	-1,800
자본의 증가(감소)	-826	-56	-56	0	0
배당금의 지급	-826	-56	-56	0	0
총현금흐름	9,257	-17,248	11,120	18,661	17,903
(-)운전자본증가(감소)	-1,554	3,410	439	-2,466	-203
(-)설비투자	12,687	12,347	13,908	14,699	14,881
(+)자산매각	165	550	235	35	-86
Free Cash Flow	-1,711	-32,455	-2,992	6,463	3,138
(-)기타투자	3,717	3,259	4,103	1,845	790
잉여현금	-5,428	-35,714	-7,095	4,618	2,348
NOPLAT	-4,239	-23,675	-3,293	4,976	4,587
(+) Dep	11,942	12,461	13,032	13,657	13,556
(-)운전자본투자	-1,554	3,410	439	-2,466	-203
(-)Capex	12,687	12,347	13,908	14,699	14,881
OpFCF	-3,429	-26,970	-4,608	6,399	3,465

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	22,051	29,751	29,536	29,117	30,070
현금성자산	4,188	4,389	5,440	6,229	6,777
매출채권	8,062	10,396	11,913	11,000	11,153
재고자산	7,608	9,931	8,876	8,612	8,731
비유동자산	189,073	205,054	210,179	214,069	216,270
투자자산	14,789	26,132	29,170	30,934	31,724
유형자산	173,135	177,865	179,876	182,052	183,532
무형자산	1,150	1,057	1,133	1,083	1,014
자산총계	211,124	234,805	239,715	243,186	246,339
유동부채	31,732	44,519	61,248	64,765	63,572
매입채무	7,916	11,577	8,737	8,796	8,917
유동성이자부채	14,621	23,318	41,752	44,011	42,211
비유동부채	114,065	148,286	141,202	138,603	140,436
비유동이자부채	70,397	101,883	96,139	91,667	91,667
부채총계	145,797	192,805	202,450	203,368	204,008
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,075	2,112	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	45,258	21,431	16,338	19,486	21,999
자본조정	13,237	13,792	13,852	13,266	13,266
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	65,327	42,000	37,265	39,818	42,331

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	-8,263	-38,112	-7,512	4,043	3,915
BPS	99,352	63,158	55,837	59,826	63,741
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	14,421	-26,867	17,322	29,068	27,887
ROA(%)	-2.6	-11.0	-2.0	1.1	1.0
ROE(%)	-8.0	-46.9	-12.6	7.0	6.3
ROIC(%)	-3.1	-16.3	-2.1	3.1	2.9
Multiples(x, %)					
PER	-2.7	-0.6	-2.5	4.8	4.9
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	1.5	-0.8	1.1	0.7	0.7
EV/EBITDA	15.6	-6.7	17.0	6.9	7.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	223.2	459.1	543.3	510.7	481.9
Net debt/Equity	123.7	287.6	355.4	325.1	300.3
Net debt/EBITDA	1,326.0	-598.3	1,560.0	631.1	637.8
유동비율	69.5	66.8	48.2	45.0	47.3
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	1.5	1.4
자산구조(%)					
투하자본	87.9	83.3	82.1	80.9	80.4
현금+투자자산	12.1	16.7	17.9	19.1	19.6
자본구조(%)					
차입금	56.5	74.9	78.7	77.3	76.0
자기자본	43.5	25.1	21.3	22.7	24.0

[Compliance Notice]

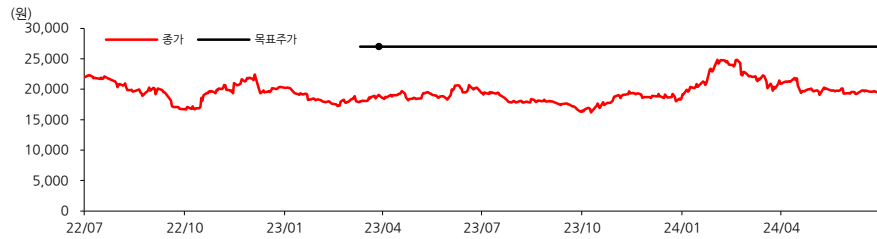
(공표일: 2024년 07월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국전력 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2023.04.03	2023.04.03	2023.05.15	2023.07.19	2023.08.14
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		송유림	27,000	27,000	27,000	27,000
일시	2023.10.16	2023.12.14	2024.07.24			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	27,000	27,000	27,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.03	Buy	27,000	-28.58	-7.96
2024.07.24	Buy	27,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%