

2024. 1. 29



Company Analysis | 유틸리티

Analyst **성종화**
jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	25,000 원
현재주가	19,200 원
상승여력	30.2%

컨센서스 대비 (4Q23E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(1/26)	2,478.56 pt
시가총액	123,257 억원
발행주식수	641,964 천주
52 주 최고가/최저가	20,700 / 16,190 원
90 일 평균거래대금	241.22 억원
외국인 지분율	14.1%
배당수익률(24.12E)	7.5%
BPS(24.12E)	61,999 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 7.4%
	6 개월 4.7%
	12 개월 -5.6%
주주구성	한국산업은행 32.9%
	대한민국정부 18.2%
	국민연금공단 6.6%

Stock Price



한국전력 (015760)

정책주. 단기 요금, 장기 원전 비중 정책 방향성 중요

4Q23 영업이익 흑자지속 & 당사 및 컨센서스 전망치 초과 전망

4Q23 연결영업실적은 매출 226,477억원(y 16%, q -7%), 영업이익 8,287억원(y 흑전, q -59%)으로서 영업이익은 3Q23 10개 분기 만에 흑자전환을 시현한 후 당분기에도 상당수준의 흑자를 유지하며 과도기적 적자전환을 예상했던 당사 전망치는 물론 4,000억 원 초반대 수준으로 형성되어 있는 컨센서스 전망치도 대폭 초과할 것으로 전망한다.

4Q23 영업손익 호조는 연료비, 전력구입비 등 핵심비용 안정화에 따른 것

4Q23 연결영업실적은 당사 종전 전망치 대비 매출은 부합하는 반면 영업이익은 대폭 초과할 것으로 전망하는데 이는 발전 Mix 변화(발전단가가 압도적으로 낮은 원자력 발전 비중 증가)에 따른 발전 자회사 발전연료비 효율화와 예상을 뛰어넘는 SMP 하락 지속에 따른 민간발전사 전력구입비 안정화 등 핵심 변동비의 안정화로 수익성이 당사 종전 전망치보다 훨씬 양호할 것으로 예상하기 때문이다.

원자력 발전 비중은 3Q23 47.5%에서 4Q23 50% 이상으로 대폭 상승한 것으로 추산한다. 분기별 발전량은 전력 성수기(생방용 수요 급증)인 3분기는 qoq 대폭 증가하고 상대적 비수기인 4분기는 qoq 다소 감소하는 패턴을 보이는데 이는 모두 LNG, 석탄 발전량의 증가 및 감소가 주도한다. 원전 발전량도 기본적으로는 3분기 증가, 4분기 감소 패턴이나 분기별 계획예방정비 일수 변경에 따라 다소 유동적이며 4분기의 경우 발전량이 감소 하더라도 LNG, 석탄 감소에 비해선 덜하고 가끔 발전량이 증가하는 경우도 있어 4분기에 는 발전 비중이 확대되는 특성이 있다. 4Q23은 LNG, 석탄 발전량은 qoq 두 자릿수 대폭 감소한 반면 원전 발전량은 전력 비수기로서 계획예방정비 집중 시기임에도 예상과 달리 계획예방정비일수가 적어 qoq 다소 증가한 것으로 추산한다. 연도별 3Q/4Q 원전 발전 비중은 2020년 37.5%/46.9%, 2021년 37.9%/45.3%, 2022년 45.5%/46.3%, 2023년 47.5%/50% 이상으로서 22년 5월 친원전 정책을 표방하는 현정부가 들어선 후 원전 발전 비중은 구조적인 확대 추이를 보이고 있다.

분기 평균 SMP 또한 4Q22 253원/KWh를 Peak로 매 분기 하락하여 2Q23은 151원 /KWh로 qoq 35% 급락한 후 3Q23은 147원/KWh로 qoq 3% 정도 소폭 하락에 그침에 따라 4Q23도 136원/KWh 정도로 qoq 7% 내외 하락을 예상했었으나 실제 결과는 129원/KWh로 qoq 12% 대폭 하락했다.

요금 인상 방향성 관련 대응 방식? 당위성에 기반한 과감한 역발상 필요

2021-2023년의 대규모 손실로 인한 막대한 누적 적자(2021-2023년 누적 순이익 -36조원, 누적 영업이익 -44조원)를 해소하여 국가전력망 투자의 재원을 확보하는 것은 국가적인 미션이다. 즉, 4월 총선 이후 요금 인상 방향성(인상 여부, 인상 강도, 지속성 등)에 대한 정확한 예측은 어려우나 상당수준의 요금 인상에 대한 필요성/당위성은 분명하고 이에 대한 공감대도 형성되어 있다고 판단한다.

2021-2023년의 대규모 순손실(특히, 2022년만 순손실 24조원)로 인해 20조원 이상에 달했던 별도기준(본사) "자본금 + 적립금" 규모는 2023년 들어 3조원 규모로 크게 축소된 상황이다. 즉, 현재의 별도기준 "자본금 + 적립금" 규모로는 현재의 한전 본사의 한전채 발행한도 규정(별도기준 "자본금 + 적립금" 의 5-6배, 2027년말 일몰) 하에서도 한전채 추가 발행은 타이트한 상황이다. 그러나, 투자의 측면에서는 이러한 타이트한 상황을 부정적으로 볼 것이 아니라 오히려 요금 인상 가능성 및 확률의 관점에서 과감한 역발상적 대응이 필요하다고 판단한다. 4Q23 호조를 바탕으로 한 실적 전망치 상향에다 총선 이후 요금 인상 가능성이 높은 것으로 진단하여 목표주가는 22,000원에서 25,000원으로 14% 상향하고 의견은 Buy를 유지한다. ※ 단기 요금 인상, 장기 원전 확대의 현실적 필요성에 대한 설명은 자료 본문 2-3P 참조

2026-2027년까지 누적 적자 해소의 현실적 솔루션은 요금 인상

한전채 발행한도 규정 및 현재의 발행한도 상황

한국전력 본사의 한전채 발행한도는 누적발행액 기준 전년말 별도기준 "자본금 + 적립금"의 5-6배인데 이러한 규정도 2027년말에는 일몰되기 때문에 2027년말에는 사채 발행한도가 줄어들게 된다.

2022년말 한국전력 본사(별도기준) 사채 발행 한도는 누적발행액 기준 105조원 정도였는데 3Q22말 기준 한국전력 본사 한전채 누적발행액은 80조원 정도로서 발행한도의 76%에 달하는 수준이었다. 자회사들로부터의 중간배당 수익 3.2조원, 한전기술 매각차익 0.34조원(매각액 0.35조원, 매각차익 0.34조원) 등으로 적립금이 다소 늘긴 하나 이는 초단기적으로 재무 상황에 약간의 숨통이 트인 것에 불과하다.

2022년은 별도순이익이 -25조원에 달했음에도 이를 적립금으로 처리하지 않고 미처리 결손금으로 처리하여 별도기준 "자본금 + 적립금"은 20조원 이상을 유지했으나 1Q23부터는 미처리결손금 대부분을 적립금으로 보전하여 3Q23말 기준 적립금 잔액은 3조원 정도로 크게 줄었다. 즉, 현재의 "자본금 + 적립금" 규모로는 현재의 사채 발행한도 규정 하에서도 한전채 추가 발행은 타이트한 상황이다.

2026-2027년까지 누적 적자 해소의 유일한 솔루션은 요금 인상

2021-2023년의 대규모 손실로 인한 막대한 누적 적자(2021-2023년 누적 순이익 -36조원, 누적 영업이익 -44조원)를 해소하여 국가전력망 투자의 재원을 확보하는 것은 국가적인 미션이다. 즉, 4월 총선 이후 요금 인상 방향성(인상 여부, 인상 강도, 지속성 등)에 대한 정확한 예측은 어려우나 상당수준의 요금 인상에 대한 필요성/당위성은 분명하고 이에 대한 공감대도 형성되어 있다고 판단한다.

2027년말 한전채 발행한도 규정이 일몰하기 전에, 즉 늦어도 2026-2027년까지는 누적 적자를 해소해야 하는데 이는 총선 이후 상당 수준의 요금 인상 외에는 별다른 솔루션이 없는 상황이다.

영업손익이 3Q23 흑자전환에 이어 4Q23 흑자유지가 예상된다 하여 요금 인상 필요성이 퇴색되는 것은 아니다. 상당 수준의 요금 인상이 없이 발전연료비, 전력구입비 등 비용 안정화를 통한 자연적인 이익 창출만으로는 2026-2027년까지 막대한 누적 적자를 해소하기는 어렵다.

유휴자산 매각, 자회사 지분 매각, 인건비를 중심으로 한 비용 절감 정책 등 자구노력을 통한 일정수준의 현금 확보 노력도 사실상 요금 인상이라고 하는 "국민의 고통 분담"에 대해 정부 및 국민에게 읍소하기 위한 대의명분을 확보하기 위해 공기업으로서의 최대한의 도리를 다한다는 측면의 의미가 강할 뿐 현실적으로 2026-2027년 이내에 2021-2023년간 누적된 막대한 손실금을 해소하기 위한 솔루션의 일환으로서는 턱없이 부족하다.(2021-2023년 막대한 손실은 민생 안정을 위해 에너지 가격 상승에 따른 비용 상승만큼 전기요금을 인상하지 못함에 따른 판가/원가 미스매칭이 근본 원인)

석유, LNG, 석탄 등 화석연료 중심 에너지 원재료 가격도 21-22년 폭등 후 22년말부터 가파르게 안정화되기 시작하여 지금은 폭등 이전 수준까지 안정화되어 있으나 글로벌 경제 상황이나 국제 정세에 따라 향후 언제든지 재차 급변할 수도 있는 변수가 있다는 점도 감안해야 한다.

장기적/궁극적 "안정적 이익 창출 구조 구축" 위해선 원전 비중 확대도 대안

한국전력은 국민의 삶과 직결되는 대표적인 공공재인 '전기' 사업을 주도하는 공기업이다. 한국전력의 이익 창출은 사기업의 이익 창출과는 그 의미나 차원이 상당부분 다르다. 국가전력망 확충, 신재생에너지 비중 확대, 글로벌 최상위 경쟁력을 확보하고 있는 대표적 국가자산인 원자력 부문 투자 등을 통해 탈탄소 친환경이라는 글로벌 미션에 동참함과 아울러 국가 경쟁력 제고 및 안정적 국민경제 구축까지 실현하기 위해서는 "한국전력의 대규모 투자자금 확보"는 필수이다. 그리고, 이를 위해선 한국전력의 "안정적인 이익 창출 구조 구축"은 반드시 필요하다.

2021-2023년간 누적된 막대한 손실을 해소하기 위한 중단기적 솔루션은 요금 인상인 반면, 장기적으로 또는 궁극적으로 안정적인 이익 창출 구조를 확보하기 위해서는 발전단가가 압도적으로 낮은 원자력 발전 비중을 합리적인 수준으로 제고하는 정책도 필요하다고 판단한다. 원자력 발전은 1) AI/플랫폼/자율주행 등의 IT 산업 발달에 따른 IDC 수요 급증, 각종 첨단 산업 공장 건설 지속, 전기차 시장 확대 등에 따른 전력 수요 증가에 대한 대응, 2) 탈탄소 친환경 에너지 비중 확대 등을 위해서도, 그리고 이러한 정책들을 실현하기 위한 "한국전력의 안정적인 이익 창출 구조 구축(막대한 투자자금 확보 위해선 안정적 이익 창출 필요)"을 위해서도 현실적으로 외면할 수 없는 대안이라 판단한다.

4Q23 영업실적 Preview

표1 한국전력 4Q23 영업실적 Preview

(십억원, %)	4Q22	3Q23	4Q23E(종전)	4Q23E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	19,493	24,470	22,409	22,648	16.2	-7.4	1.1
전기판매수익(연결기준)	18,242	23,164	21,133	21,371	17.2	-7.7	1.1
전기판매수익(검침기준)	17,597	23,292	20,558	20,768	18.0	-10.8	1.0
산업용	9,843	11,780	11,280	11,526	17.1	-2.2	2.2
일반용	4,441	6,599	5,262	5,319	19.8	-19.4	1.1
주택용	2,389	3,924	2,901	2,872	20.2	-26.8	-1.0
기타	924	989	1,115	1,052	13.9	6.4	-5.6
연결/기타 조정	645	-128	576	602			
기타	1,251	1,306	1,276	1,277	2.1	-2.2	0.1
영업비용	30,314	22,473	22,578	21,819	-28.0	-2.9	-3.4
매출 대비 비중(%)	155.5	91.8	100.8	96.3	59.2%P ↓	4.5%P ↑	4.5%P ↓
연료비	10,335	6,542	5,857	5,584	-46.0	-14.6	-4.7
석탄	5,015	3,568	3,006	3,080	-38.6	-13.7	2.5
LNG/유류	4,770	2,499	2,401	1,987	-58.3	-20.5	-17.3
원자력/기타	551	475	450	517	-6.2	8.9	14.9
전력구입비	11,840	9,255	8,609	7,855	-33.7	-15.1	-8.8
유무형자산상각비	3,052	3,343	3,294	3,284	7.6	-1.8	-0.3
기타	5,086	3,333	4,818	5,096	0.2	52.9	5.8
영업이익	-10,821	1,997	-169	829	흑자전환	-58.5	대폭 상향
영업이익률(%)	-55.5	8.2	-0.8	3.7	59.2%P ↑	4.5%P ↓	4.5%P ↑

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 한국전력 4Q23 실적 전망치 비교(당사 전망치 vs 컨센서스 전망치)

(십억원, %)	4Q23E(당사 종전)	4Q23E(컨센서스)	4Q23E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	22,409	22,593	22,648	1.1	0.2
영업이익	-169	416	829	대폭 상향	99.2
영업이익률(%)	-0.8	1.8	3.7	4.5%P ↑	1.9%P ↑

주: K-IFRS 연결기준

자료: 에프엔가이드, 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망

표3 한국전력 실적 전망 (분기)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	16,464	15,528	19,773	19,493	21,594	19,622	24,470	22,648	23,230	22,757	26,276	25,735
전기판매(연결)	15,378	14,091	18,488	18,242	20,259	18,362	23,164	21,371	21,868	21,436	24,911	24,398
전기판매(검침)	15,809	14,242	18,383	17,597	20,982	18,438	23,292	20,768	22,644	21,524	25,048	23,714
산업용	8,101	7,889	9,294	9,843	10,994	10,332	11,780	11,526	11,822	12,253	12,916	13,115
일반용	4,337	3,630	5,284	4,441	5,697	4,635	6,599	5,319	6,247	5,366	6,981	6,127
주택용	2,365	2,048	3,025	2,389	2,949	2,597	3,924	2,872	3,144	2,942	4,115	3,266
기타	1,006	675	779	924	1,342	873	989	1,052	1,431	964	1,036	1,206
연결/기타 조정	-431	-151	105	645	-723	-76	-128	602	-776	-88	-137	684
기타	1,086	1,437	1,285	1,251	1,335	1,261	1,306	1,277	1,362	1,321	1,365	1,337
영업비용	24,251	22,044	27,304	30,314	27,772	21,895	22,473	21,819	22,861	22,304	22,565	24,019
매출 대비 비중(%)	147.3	142.0	138.1	155.5	128.6	111.6	91.8	96.3	98.4	98.0	85.9	93.3
연료비	7,648	7,080	9,606	10,335	9,083	6,049	6,542	5,584	6,467	5,495	6,453	6,256
석탄	3,725	4,155	5,723	5,015	4,214	3,418	3,568	3,080	3,086	2,822	3,607	3,297
LNG/유류	3,457	2,493	3,321	4,770	4,327	2,234	2,499	1,987	2,852	2,197	2,300	2,432
원자력/기타	467	432	562	551	542	397	475	517	529	476	547	527
전력구입비	10,583	8,414	11,080	11,840	12,171	8,918	9,255	7,855	9,843	9,117	8,912	8,705
유무형자산상각비	3,122	3,121	3,162	3,052	3,248	3,249	3,343	3,284	3,252	3,550	3,468	3,526
기타	2,898	3,429	3,456	5,086	3,269	3,679	3,333	5,096	3,299	4,142	3,731	5,533
영업이익	-7,787	-6,516	-7,531	-10,821	-6,178	-2,272	1,997	829	369	453	3,711	1,716
영업이익률(%)	-47.3	-42.0	-38.1	-55.5	-28.6	-11.6	8.2	3.7	1.6	2.0	14.1	6.7
EBITDA	-4,665	-3,395	-4,369	-7,769	-2,929	977	5,340	4,113	3,621	4,003	7,180	5,241
EBITDA Margin(%)	-28.3	-21.9	-22.1	-39.9	-13.6	5.0	21.8	18.2	15.6	17.6	27.3	20.4
세전이익	-8,105	-6,812	-8,123	-10,803	-6,855	-2,955	1,247	330	-440	-355	2,871	1,249
세전이익률(%)	-49.2	-43.9	-41.1	-55.4	-31.7	-15.1	5.1	1.5	-1.9	-1.6	10.9	4.9
지배주주순이익	-5,953	-4,837	-5,905	-7,771	-4,947	-1,903	794	230	-319	-254	2,050	885
순이익률(%)	-36.2	-31.2	-29.9	-39.9	-22.9	-9.7	3.2	1.0	-1.4	-1.1	7.8	3.4
qoq(%)												
매출액	6.0	-5.7	27.3	-1.4	10.8	-9.1	24.7	-7.4	2.6	-2.0	15.5	-2.1
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-58.5	-55.5	22.8	719.4	-53.8
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-73.5	적전	적지	흑전	-56.5
지배주주순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-71.1	적전	적지	흑전	-56.9
yoy(%)												
매출액	9.1	14.2	20.1	25.5	31.2	26.4	23.8	16.2	7.6	16.0	7.4	13.6
영업이익	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	85.9	107.0
세전이익	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	130.2	278.4
지배주주순이익	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	158.3	285.0
종전 대비(%)												
매출액								1.1	0.8	0.8	0.6	1.3
영업이익								상향	59.9	27.5	27.5	34.2
세전이익								상향	상향	상향	32.9	32.1
지배주주순이익								상향	상향	상향	27.7	28.3

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, 에베스트투자증권 리서치센터

표4 한국전력 전기판매수의 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
전기판매(연결) ①+②	15,378	14,091	18,488	18,242	20,259	18,362	23,164	21,371	21,868	21,436	24,911	24,398
yoy(%)	7.6	11.2	18.9	23.3	31.7	30.3	25.3	17.2	7.9	16.7	7.5	14.2
매출 대비(%)	93.4	90.7	93.5	93.6	93.8	93.6	94.7	94.4	94.1	94.2	94.8	94.8
전기판매(검침) ①	15,809	14,242	18,383	17,597	20,982	18,438	23,292	20,768	22,644	21,524	25,048	23,714
yoy(%)	7.1	12.1	16.7	21.8	32.7	29.5	26.7	18.0	7.9	16.7	7.5	14.2
총판매량	143,180	128,978	144,012	131,762	143,210	126,736	145,147	131,623	143,497	128,115	144,829	132,811
yoy(%)	4.5	3.4	3.1	-0.1	0.0	-1.7	0.8	-0.1	0.2	1.1	-0.2	0.9
평균 판매단가	110.4	110.4	127.6	133.6	146.5	145.5	160.5	157.8	157.8	168.0	173.0	178.6
yoy(%)	2.5	8.4	13.3	21.9	32.7	31.8	25.7	18.1	7.7	15.5	7.8	13.2
산업용	8,101	7,889	9,294	9,843	10,994	10,332	11,780	11,526	11,822	12,253	12,916	13,115
yoy(%)	6.6	11.0	15.4	23.6	35.7	31.0	26.7	17.1	7.5	18.6	9.6	13.8
비중(%)	51.2	55.4	50.6	55.9	52.4	56.0	50.6	55.5	52.2	56.9	51.6	55.3
판매량	74,977	73,202	75,137	72,720	74,153	71,130	74,046	71,636	72,967	71,344	73,083	71,564
yoy	4.3	2.0	1.1	-0.9	-1.1	-2.8	-1.5	-1.5	-1.6	0.3	-1.3	-0.1
총판매량 대비(%)	52.4	56.8	52.2	55.2	51.8	56.1	51.0	54.4	50.8	55.7	50.5	53.9
평균 판매단가	108.0	107.8	123.7	135.4	148.3	145.3	159.1	160.9	162.0	171.7	176.7	183.3
yoy(%)	2.2	8.8	14.1	24.7	37.2	34.8	28.6	18.9	9.3	18.2	11.1	13.9
일반용	4,337	3,630	5,284	4,441	5,697	4,635	6,599	5,319	6,247	5,366	6,981	6,127
yoy(%)	8.3	13.7	18.9	19.5	31.4	27.7	24.9	19.8	9.7	15.8	5.8	15.2
비중(%)	27.4	25.5	28.7	25.2	27.2	25.1	28.3	25.6	27.6	24.9	27.9	25.8
판매량	33,417	28,369	35,656	29,752	34,965	28,657	36,804	30,872	36,189	29,574	37,429	31,705
yoy(%)	7.0	8.3	8.4	1.8	4.6	1.0	3.2	3.8	3.5	3.2	1.7	2.7
총판매량 대비(%)	23.3	22.0	24.8	22.6	24.4	22.6	25.4	23.5	25.2	23.1	25.8	23.9
평균 판매단가	129.8	128.0	148.2	149.3	162.9	161.7	179.3	172.3	172.6	181.4	186.5	193.2
yoy(%)	1.2	5.0	9.7	17.4	25.5	26.4	21.0	15.4	6.0	12.2	4.0	12.2
주택용	2,365	2,048	3,025	2,389	2,949	2,597	3,924	2,872	3,144	2,942	4,115	3,266
yoy(%)	6.4	11.9	15.1	17.0	24.7	26.8	29.7	20.2	6.6	13.3	4.9	13.7
비중(%)	15.0	14.4	16.5	13.6	14.1	14.1	16.8	13.8	13.9	13.7	16.4	13.8
판매량	20,377	18,059	23,904	18,656	20,240	18,108	24,933	19,062	20,766	18,507	25,232	19,348
yoy(%)	1.9	1.1	2.3	-0.1	-0.7	0.3	4.3	2.2	2.6	2.2	1.2	1.5
총판매량 대비(%)	14.2	14.0	16.6	14.2	14.1	14.3	17.2	14.5	14.5	14.4	17.4	14.6
평균 판매단가	116.1	113.4	126.5	128.1	145.7	143.4	157.4	150.6	151.4	159.0	163.1	168.8
yoy(%)	4.4	10.7	12.5	17.1	25.5	26.5	24.4	17.6	3.9	10.8	3.6	12.1
기타	1,006	675	779	924	1,342	873	989	1,052	1,431	964	1,036	1,206
yoy(%)	7.4	17.5	25.9	26.5	33.4	29.3	26.9	13.9	6.6	10.4	4.8	14.6
비중(%)	6.4	4.7	4.2	5.3	6.4	4.7	4.2	5.1	6.3	4.5	4.1	5.1
판매량	14,411	9,348	9,315	10,634	13,852	8,841	9,365	10,053	13,575	8,691	9,084	10,194
yoy(%)	3.6	4.8	1.7	-0.1	-3.9	-5.4	0.5	-5.5	-2.0	-1.7	-3.0	1.4
총판매량 대비(%)	10.1	7.2	6.5	8.1	9.7	7.0	6.5	7.6	9.5	6.8	6.3	7.7
평균 판매단가	69.8	72.2	83.7	86.9	96.9	98.8	105.6	104.7	105.4	110.9	114.1	118.3
yoy(%)	3.7	12.2	23.8	26.7	38.8	36.7	26.2	20.4	8.8	12.3	8.0	13.0
연결/기타조정 ②	-431	-151	105	645	-723	-76	-128	602	-776	-88	-137	684
전기판매(검침) 대비(%)	-2.7	-1.1	0.6	3.7	-3.4	-0.4	-0.5	2.9	-3.4	-0.4	-0.5	2.9

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 판매량 단위는 GWh, 판매단가 단위는 KRW/KWh

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 한국전력 발전자회사 발전연료비 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
연료비	7,648	7,080	9,606	10,335	9,083	6,049	6,542	5,584	6,467	5,495	6,453	6,256
yoy(%)	92.8	79.8	71.0	73.1	18.8	-14.6	-31.9	-46.0	-28.8	-9.1	-1.4	12.0
매출 대비(%)	46.5	45.6	48.6	53.0	42.1	30.8	26.7	24.7	27.8	24.1	24.6	24.3
영업비용 대비(%)	31.5	32.1	35.2	34.1	32.7	27.6	29.1	25.6	28.3	24.6	28.6	26.0
한전 계열 총발전량	103,468	94,492	109,037	101,444	99,797	88,841	105,752	100,585	107,623	96,599	109,490	101,069
yoy(%)	4.7	3.4	1.5	-1.4	-3.5	-6.0	-3.0	-0.8	7.8	8.7	3.5	0.5
총판매량 대비(%)	72.3	73.3	75.7	77.0	69.7	70.1	72.9	76.4	75.0	75.4	75.6	76.1
평균 연료단가	73.9	74.9	88.1	101.9	91.0	68.1	61.9	55.5	60.1	56.9	58.9	61.9
yoy(%)	84.1	73.8	68.3	75.5	23.1	-9.1	-29.8	-45.5	-34.0	-16.4	-4.7	11.5
석탄 연료비	3,725	4,155	5,723	5,015	4,214	3,418	3,568	3,080	3,086	2,822	3,607	3,297
yoy(%)	80.9	92.4	73.6	56.8	13.1	-17.7	-37.7	-38.6	-26.8	-17.4	1.1	7.0
연료비 대비(%)	48.7	58.7	59.6	48.5	46.4	56.5	54.5	55.2	47.7	51.3	55.9	52.7
한전 계열 발전량	41,269	36,699	46,660	39,644	38,560	33,575	42,294	37,300	37,991	33,520	41,497	36,890
yoy(%)	2.8	-4.5	-8.9	-7.0	-6.6	-8.5	-9.4	-5.9	-1.5	-0.2	-1.9	-1.1
비중(%)	39.9	38.8	42.8	39.1	38.6	37.8	40.0	37.1	35.3	34.7	37.9	36.5
연료단가	90.3	113.2	122.7	126.5	109.3	101.8	84.4	82.6	81.2	84.2	86.9	89.4
yoy(%)	76.0	101.4	90.6	68.6	21.1	-10.1	-31.2	-34.7	-25.7	-17.3	3.0	8.2
LNG/유류 연료비	3,457	2,493	3,321	4,770	4,327	2,234	2,499	1,987	2,852	2,197	2,300	2,432
yoy(%)	137.8	86.3	78.2	111.7	25.2	-10.4	-24.7	-58.3	-34.1	-1.6	-8.0	22.4
연료비 대비(%)	45.2	35.2	34.6	46.2	47.6	36.9	38.2	35.6	44.1	40.0	35.6	38.9
한전 계열 발전량	14,796	12,175	12,742	14,829	13,742	10,160	13,186	10,743	13,453	10,626	11,496	11,724
yoy(%)	0.4	-6.3	-17.2	8.6	-7.1	-16.6	3.5	-27.6	-2.1	4.6	-12.8	9.1
비중(%)	14.3	12.9	11.7	14.6	13.8	11.4	12.5	10.7	12.5	11.0	10.5	11.6
연료단가	233.6	204.8	260.6	321.6	314.9	219.8	189.6	185.0	212.0	206.8	200.1	207.5
yoy(%)	136.8	98.8	115.2	94.9	34.8	7.4	-27.3	-42.5	-32.7	-5.9	5.5	12.2
원자력/기타 연료비	467	432	562	551	542	397	475	517	529	476	547	527
yoy(%)	3.0	-1.9	22.8	5.9	16.2	-8.0	-15.5	-6.2	-2.5	20.0	15.2	1.9
연료비 대비(%)	6.1	6.1	5.8	5.3	6.0	6.6	7.3	9.3	8.2	8.7	8.5	8.4
한전 계열 발전량	47,403	45,618	49,635	46,972	47,495	45,106	50,272	52,541	56,179	52,453	56,497	52,455
yoy(%)	8.0	14.2	21.8	0.8	0.2	-1.1	1.3	11.9	18.3	16.3	12.4	-0.2
비중(%)	45.8	48.3	45.5	46.3	47.6	50.8	47.5	52.2	52.2	54.3	51.6	51.9
연료단가	9.8	9.5	11.3	11.7	11.4	8.8	9.4	9.8	9.4	9.1	9.7	10.0
yoy(%)	-4.6	-14.1	-0.8	5.1	16.0	-7.0	-16.6	-16.1	-17.5	3.2	2.5	2.1

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 발전량 단위는 GWh, 연료단가 단위는 KRW/KWh

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 한국전력 민간발전사 전력구입비 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
전력구입비	10,583	8,414	11,080	11,840	12,171	8,918	9,255	7,855	9,843	9,117	8,912	8,705
yoy(%)	111.7	95.2	94.6	79.0	15.0	6.0	-16.5	-33.7	-19.1	2.2	-3.7	10.8
매출 대비(%)	64.3	54.2	56.0	60.7	56.4	45.4	37.8	34.7	42.4	40.1	33.9	33.8
영업비용 대비(%)	43.6	38.2	40.6	39.1	43.8	40.7	41.2	36.0	43.1	40.9	39.5	36.2
구입량 from 민간발전사	48,932	43,613	45,628	45,561	49,513	47,397	50,208	44,820	50,457	48,124	50,336	45,737
yoy(%)	6.0	3.9	4.9	5.6	1.2	8.7	10.0	-1.6	1.9	1.5	0.3	2.0
총구입량 대비(%)	33.2	32.7	30.7	32.1	34.3	36.0	33.4	32.1	34.3	36.0	33.5	32.2
IPP(Through KPX)	44,292	37,346	40,485	40,957	43,902	40,821	44,817	43,822	47,380	43,986	47,567	43,770
yoy(%)	6.5	1.5	3.8	4.6	-0.9	9.3	10.7	7.0	7.9	7.8	6.1	-0.1
민간발전사 비중(%)	90.5	85.6	88.7	89.9	88.7	86.1	89.3	97.8	93.9	91.4	94.5	95.7
PPA(Direct)	4,640	6,267	5,143	4,603	5,611	6,575	5,391	998	3,078	4,139	2,768	1,967
yoy(%)	2.0	21.2	14.1	15.4	20.9	4.9	4.8	-78.3	-45.1	-37.1	-48.6	97.0
민간발전사 비중(%)	9.5	14.4	11.3	10.1	11.3	13.9	10.7	2.2	6.1	8.6	5.5	4.3
민간발전사 구입단가	216.28	192.92	242.83	259.87	245.81	188.15	184.34	175.26	195.07	189.44	177.05	190.32
yoy(%)	99.7	87.8	85.5	69.5	13.7	-2.5	-24.1	-32.6	-20.6	0.7	-4.0	8.6
분기 평균 SMP 대비(%)	120.7	123.7	126.6	102.8	104.8	124.5	125.8	136.2	130.5	130.9	132.0	133.0
분기 평균 SMP	179.12	155.97	191.86	252.81	234.45	151.08	146.52	128.69	149.48	144.69	134.17	143.07
yoy(%)	134.6	97.3	107.8	101.8	30.9	-3.1	-23.6	-49.1	-36.2	-4.2	-8.4	11.2
구입량 from 발전자회사	98,389	89,784	103,130	96,449	95,026	84,382	100,111	94,660	96,627	85,500	100,141	96,371
yoy(%)	4.8	3.5	1.6	-1.0	-3.4	-6.0	-2.9	-1.9	1.7	1.3	0.0	1.8
총구입량 대비(%)	66.8	67.3	69.3	67.9	65.7	64.0	66.6	67.9	65.7	64.0	66.5	67.8
총전력구입량	147,321	133,397	148,757	142,010	144,539	131,779	150,319	139,481	147,084	133,624	150,477	142,108
yoy(%)	5.2	3.7	2.6	1.0	-1.9	-1.2	1.0	-1.8	1.8	1.4	0.1	1.9
전력판매량 대비(%)	102.9	103.4	103.3	107.8	100.9	104.0	103.6	106.0	102.5	104.3	103.9	107.0

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 전력구입량 단위는 GWh, 전력구입단가 및 SMP 단위는 KRW/KWh

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

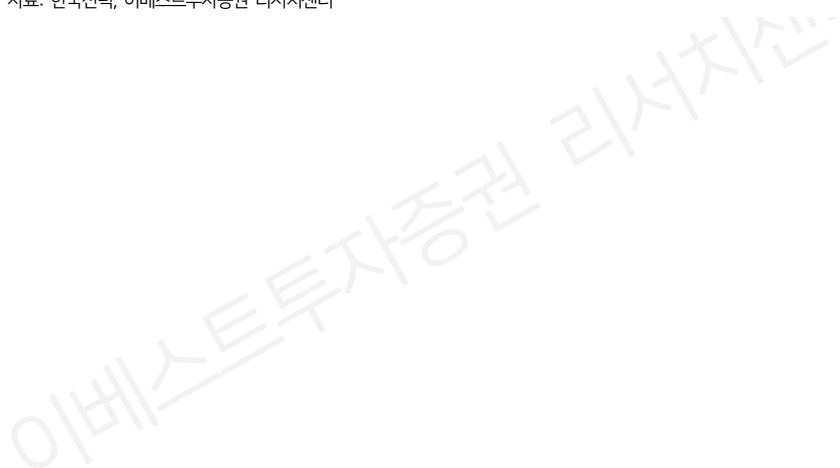


표7 한국전력 실적 전망 (연간)

(십억원, 원, %)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	60,674	71,258	88,334	97,998	109,250
전기판매수익(연결기준)	57,309	66,199	83,156	92,613	103,631
전기판매수익(검침기준)	57,671	66,030	83,480	92,930	104,079
산업용	30,731	35,127	44,632	50,106	55,846
일반용	15,358	17,692	22,250	24,721	28,061
주택용	8,723	9,826	12,342	13,467	14,976
기타	2,860	3,384	4,256	4,636	5,196
연결/기타 조정	-362	169	-324	-317	-447
기타	3,365	5,059	5,179	5,385	5,619
영업비용	66,520	103,913	93,959	91,749	100,354
매출 대비 비중(%)	109.6	145.8	106.4	93.6	91.9
연료비	19,493	34,669	27,258	24,672	26,171
석탄	10,713	18,617	14,280	12,811	13,569
LNG/유류	6,909	14,041	11,047	9,782	10,351
원자력/기타	1,871	2,011	1,931	2,079	2,251
전력구입비	21,619	41,917	38,199	36,576	41,363
유무형자산상각비	11,937	12,457	13,125	13,796	14,515
기타	13,471	14,870	15,377	16,705	18,305
영업이익	-5,846	-32,655	-5,625	6,249	8,896
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-6.4	6.4	8.1
EBITDA	6,091	-20,198	7,500	20,045	23,411
EBITDA Margin(%)	10.0	-28.3	8.5	20.5	21.4
세전이익	-7,072	-33,844	-8,232	3,326	6,356
세전이익률(%)	-11.7	-47.5	-9.3	3.4	5.8
지배주주순이익	-5,305	-24,467	-5,826	2,363	4,497
순이익률(%)	-8.7	-34.3	-6.6	2.4	4.1
EPS(원)	-11,016	-52,719	-12,824	5,180	9,901
지배주주 EPS(원)	-8,263	-38,112	-9,075	3,680	7,006
yoy(%)					
매출액	3.6	17.4	24.0	10.9	11.5
영업이익	적전	적지	적지	흑전	42.4
세전이익	적전	적지	적지	흑전	91.1
지배주주순이익	적전	적지	적지	흑전	90.4
지배주주 EPS	적전	적지	적지	흑전	90.4
종전 대비(%)					
매출액			0.3	0.9	0.9
영업이익			상향	30.9	17.6
세전이익			상향	48.8	19.2
지배주주순이익			상향	41.6	14.6
지배주주 EPS			상향	41.6	14.6

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 한국전력 전기판매수의 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
전기판매수익(연결기준) ① + ②	57,309	66,199	83,156	92,613	103,631
yoy(%)	2.8	15.5	25.6	11.4	11.9
매출 대비(%)	94.5	92.9	94.1	94.5	94.9
전기판매수익(검침기준) ①	57,671	66,030	83,480	92,930	104,079
yoy(%)	3.1	14.5	26.4	11.3	12.0
총판매량(GWh)	533,431	547,933	546,717	549,252	557,920
yoy(%)	4.7	2.7	-0.2	0.5	1.6
평균 판매단가(KRW/KWh)	108.1	120.5	152.7	169.2	186.5
yoy(%)	-1.5	11.5	26.7	10.8	10.3
산업용	30,731	35,127	44,632	50,106	55,846
yoy(%)	2.7	14.3	27.1	12.3	11.5
검침기준 전기판매수익 대비(%)	53.3	53.2	53.5	53.9	53.7
판매량(GWh)	291,333	296,036	290,965	288,958	291,843
yoy(%)	4.5	1.6	-1.7	-0.7	1.0
총판매량 대비(%)	54.6	54.0	53.2	52.6	52.3
평균 판매단가(KRW/KWh)	105.5	118.7	153.4	173.4	191.4
yoy(%)	-1.7	12.5	29.3	13.0	10.4
일반용	15,358	17,692	22,250	24,721	28,061
yoy(%)	2.7	15.2	25.8	11.1	13.5
검침기준 전기판매수익 대비(%)	26.6	26.8	26.7	26.6	27.0
판매량(GWh)	119,550	127,193	131,297	134,897	139,062
yoy(%)	5.2	6.4	3.2	2.7	3.1
총판매량 대비(%)	22.4	23.2	24.0	24.6	24.9
평균 판매단가(KRW/KWh)	128.5	139.1	169.5	183.3	201.8
yoy(%)	-2.4	8.3	21.8	8.1	10.1
주택용	8,723	9,826	12,342	13,467	14,976
yoy(%)	6.0	12.6	25.6	9.1	11.2
검침기준 전기판매수익 대비(%)	15.1	14.9	14.8	14.5	14.4
판매량(GWh)	79,915	80,996	82,343	83,853	84,971
yoy(%)	4.7	1.4	1.7	1.8	1.3
총판매량 대비(%)	15.0	14.8	15.1	15.3	15.2
평균 판매단가(KRW/KWh)	109.2	121.3	149.9	160.6	176.2
yoy(%)	1.2	11.1	23.5	7.2	9.7
기타	2,860	3,384	4,256	4,636	5,196
yoy(%)	1.5	18.3	25.8	8.9	12.1
검침기준 전기판매수익 대비(%)	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0
판매량(GWh)	42,632	43,708	42,112	41,544	42,044
yoy(%)	4.8	2.5	-3.7	-1.3	1.2
총판매량 대비(%)	8.0	8.0	7.7	7.6	7.5
평균 판매단가(KRW/KWh)	67.1	77.4	101.1	111.6	123.6
yoy(%)	-3.1	15.4	30.5	10.4	10.7
연결/기타조정 ②	-362	169	-324	-317	-447
검침기준 전기판매수익 대비(%)	-0.6	0.3	-0.4	-0.3	-0.4

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 한국전력 발전자회사 발전연료비 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
연료비	19,493	34,669	27,258	24,672	26,171
yoy(%)	31.8	77.9	-21.4	-9.5	6.1
매출 대비(%)	32.1	48.7	30.9	25.2	24.0
영업비용 대비(%)	29.3	33.4	29.0	26.9	26.1
한전 계열 총발전량(GWh)	400,371	408,441	394,974	414,781	421,230
yoy(%)	3.7	2.0	-3.3	5.0	1.6
총판매량 대비(%)	75.1	74.5	72.2	75.5	75.5
평균 연료단가(KRW/KWh)	48.7	84.9	69.0	59.5	62.1
yoy(%)	27.0	74.3	-18.7	-13.8	4.5
석탄 연료비	10,713	18,617	14,280	12,811	13,569
yoy(%)	19.2	73.8	-23.3	-10.3	5.9
연료비 대비(%)	55.0	53.7	52.4	51.9	51.8
한전 계열 발전량(GWh)	172,419	164,271	151,728	149,898	143,703
yoy(%)	5.2	-4.7	-7.6	-1.2	-4.1
비중(%)	43.1	40.2	38.4	36.1	34.1
연료단가(KRW/KWh)	62.1	113.3	94.1	85.5	94.4
yoy(%)	13.2	82.4	-17.0	-9.2	10.5
LNG/유류 연료비	6,909	14,041	11,047	9,782	10,351
yoy(%)	67.9	103.2	-21.3	-11.5	5.8
연료비 대비(%)	35.4	40.5	40.5	39.6	39.6
한전 계열 발전량(GWh)	56,770	54,542	47,831	47,299	47,020
yoy(%)	25.9	-3.9	-12.3	-1.1	-0.6
비중(%)	14.2	13.4	12.1	11.4	11.2
연료단가(KRW/KWh)	121.7	257.4	231.0	206.8	220.1
yoy(%)	33.3	111.5	-10.3	-10.5	6.4
원자력/기타 연료비	1,871	2,011	1,931	2,079	2,251
yoy(%)	10.7	7.5	-4.0	7.7	8.3
연료비 대비(%)	9.6	5.8	7.1	8.4	8.6
한전 계열 발전량(GWh)	171,182	189,628	195,415	217,584	230,506
yoy(%)	-3.4	10.8	3.1	11.3	5.9
비중(%)	42.8	46.4	49.5	52.5	54.7
연료단가(KRW/KWh)	10.9	10.6	9.9	9.6	9.8
yoy(%)	14.6	-3.0	-6.8	-3.3	2.2

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

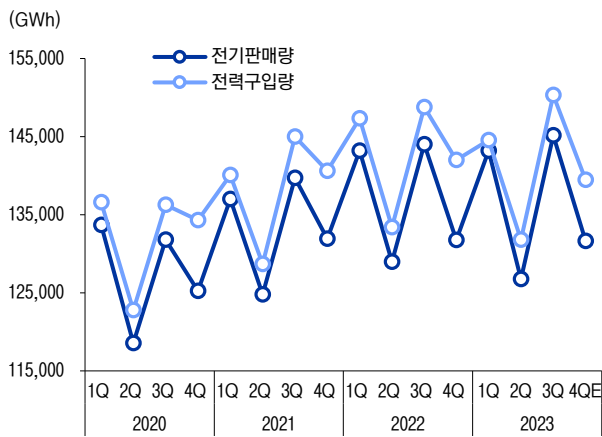
표10 한국전력 민간발전사 전력구입비 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
전력구입비	21,619	41,917	38,199	36,576	41,363
yoy(%)	37.5	93.9	-8.9	-4.2	13.1
매출 대비(%)	35.6	58.8	43.2	37.3	37.9
영업비용 대비(%)	32.5	40.3	40.7	39.9	41.2
구입량 from 민간발전사(GWh)	174,757	183,734	191,938	194,655	197,469
yoy(%)	11.9	5.1	4.5	1.4	1.4
총구입량 대비(%)	31.5	32.2	33.9	34.0	34.0
IPP(Throughr KPX)	156,545	163,081	173,363	182,703	184,977
yoy(%)	10.7	4.2	6.3	5.4	1.2
민간발전사 비중(%)	89.6	88.8	90.3	93.9	93.7
PPA(Direct)	18,211	20,653	18,575	11,952	12,493
yoy(%)	23.6	13.4	-10.1	-35.7	4.5
민간발전사 비중(%)	10.4	11.2	9.7	6.1	6.3
민간발전사 구입단가(KRW/KWh)	123.7	228.1	199.0	187.9	209.5
yoy(%)	22.8	84.4	-12.8	-5.6	11.5
연평균 SMP 대비(%)	132.7	117.0	120.5	131.5	139.3
연평균 SMP(KRW/KWh)	93.3	194.9	165.2	142.9	150.4
yoy(%)	36.8	109.0	-15.3	-13.5	5.3
구입량 from 발전자회사(GWh)	379,565	387,751	374,179	378,638	383,289
yoy(%)	1.5	2.2	-3.5	1.2	1.2
총구입량 대비(%)	68.5	67.8	66.1	66.0	66.0
총전력구입량 (GWh)	554,322	571,485	566,117	573,293	580,759
yoy(%)	4.6	3.1	-0.9	1.3	1.3
전력판매량 대비(%)	103.9	104.3	103.5	104.4	104.1

주: K-IFRS 연결기준

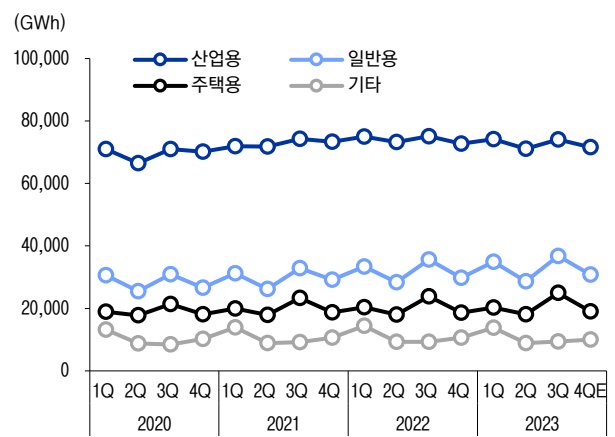
자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 전기판매량 vs 전력구입량 추이



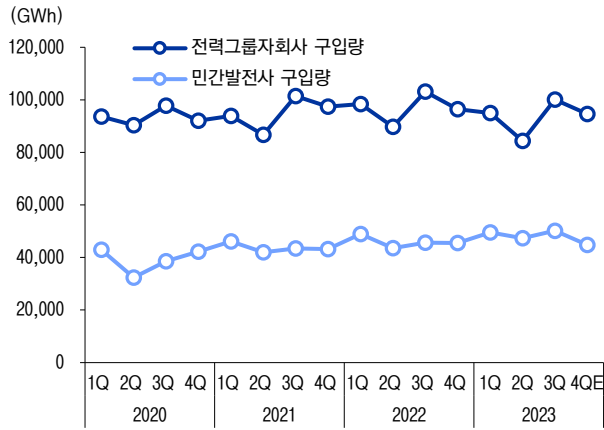
자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 용도별 전기판매량 추이



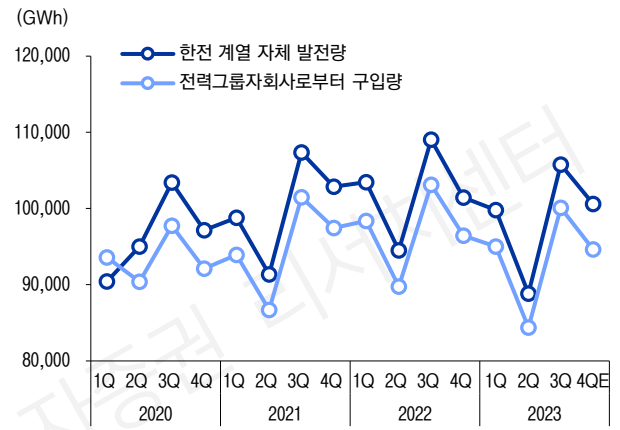
자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 전력그룹자회사 구입량 vs 민간발전사 구입량



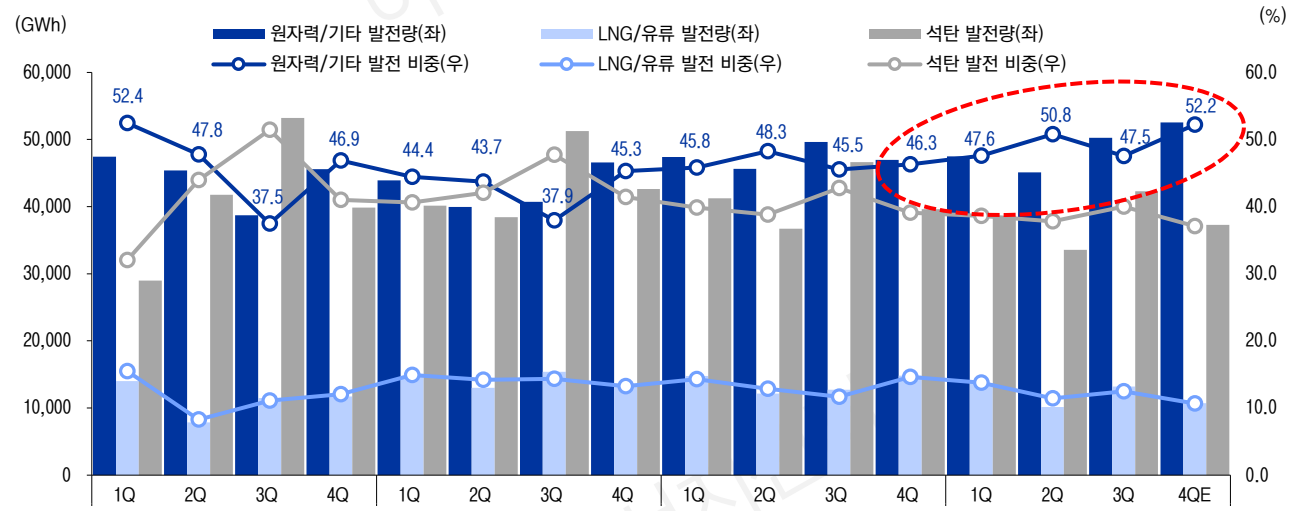
자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 전력그룹자회사 발전량 vs 구입량 from 전력그룹자회사



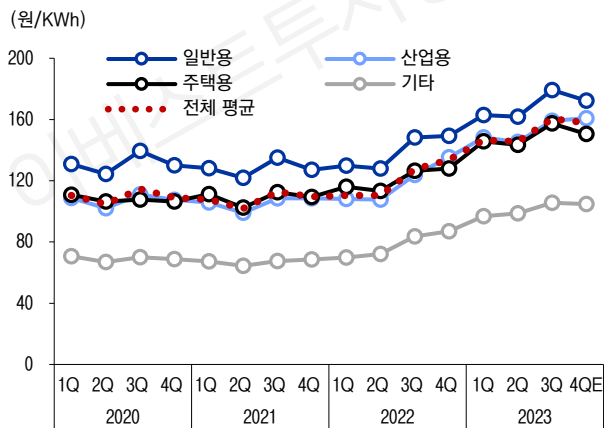
자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 전력그룹자회사 연료별 발전량 & 발전 비중 추이(특히, 원자력 발전 비중 추이 주목) ★★



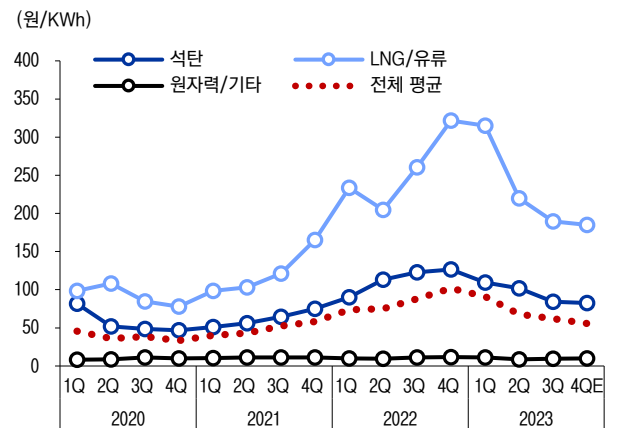
자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 전력 평균 판매단가 추이



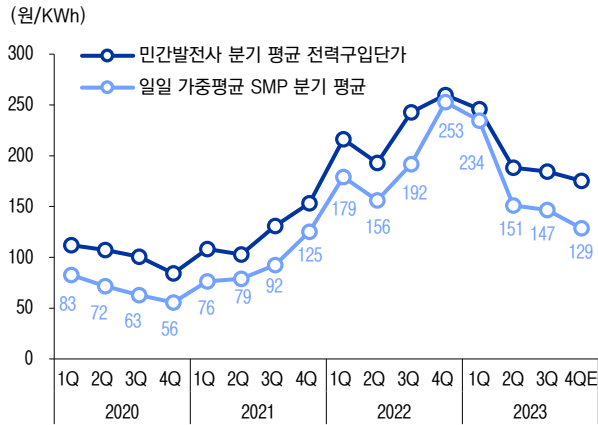
자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 평균 연료단가 추이 ★★



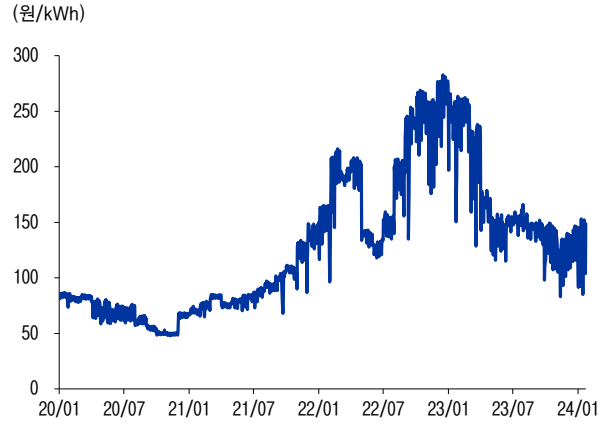
자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 민간발전사 평균 전력구입단가 vs SMP 분기 평균 ★★



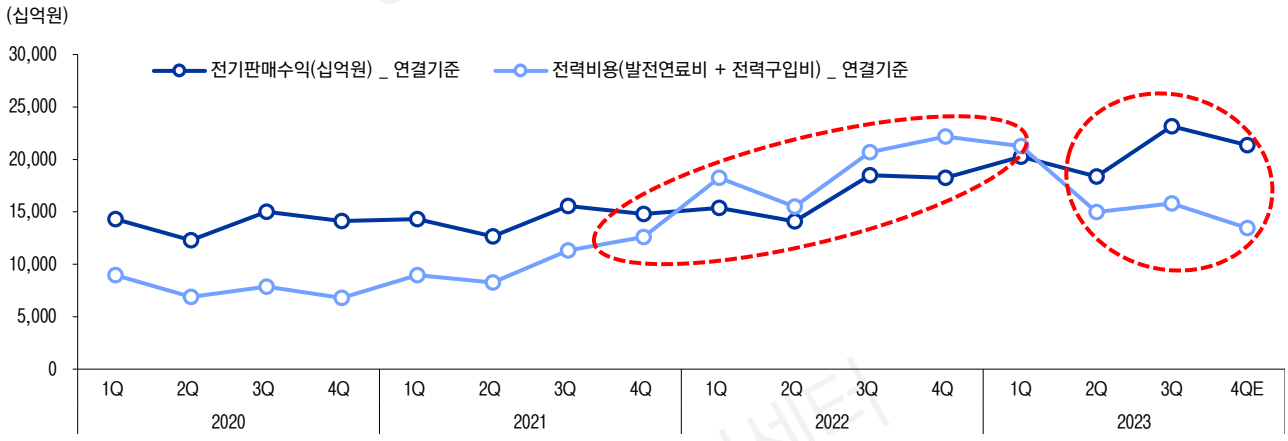
자료: 한국전력, KPX, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 일일 가중평균 SMP 일별 추이



자료: KPX, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 전기판매수익 VS 전력관련원가(발전연료비 + 전력구입비) 추이 비교 ★★



자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 유가, 석탄 가격, LNG 가격 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

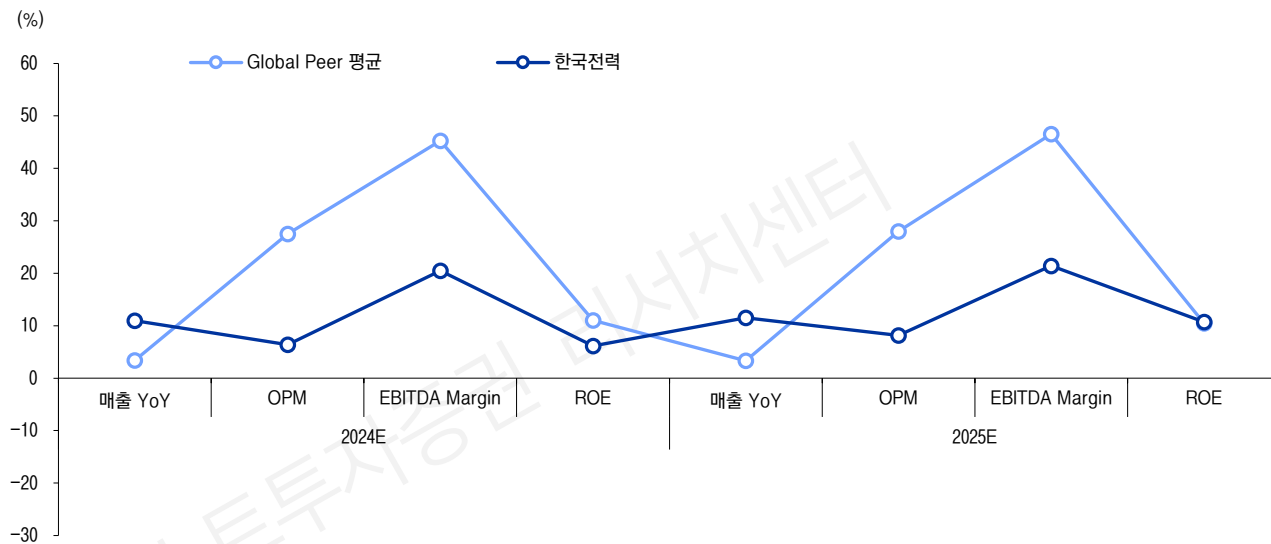
상대평가 With Global Peer

표11 펀드멘털 지표 비교 (한국전력 vs Global Peer)

(%)	2024E				2025E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
NextEra(미국)	3.9	33.7	54.7	9.1	7.8	34.3	55.7	2.4
IBERDROLA(스페인)	-1.3	17.2	27.6	10.9	4.0	17.6	28.1	11.1
Southern Company(미국)	3.7	23.8	39.1	12.0	2.7	24.9	40.7	12.2
Duke Energy(미국)	1.5	25.6	45.7	8.7	3.5	26.2	47.2	9.4
China Yangtze Power(중국)	10.6	50.0	77.8	15.0	2.1	51.3	77.9	14.9
Dominion Energy(미국)	1.2	29.2	43.8	9.7	-1.6	26.8	46.2	10.1
XCEL Energy(미국)	3.4	18.6	35.7	10.8	4.0	19.9	37.5	10.9
Edison International(미국)	4.2	21.8	37.6	12.0	4.2	22.9	39.0	12.7
Average	3.4	27.5	45.3	11.0	3.3	28.0	46.5	10.4
한국전력	10.9	6.4	20.5	6.2	11.5	8.1	21.4	10.7

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 펀드멘털 지표 비교 (Global Peer vs 한국전력)



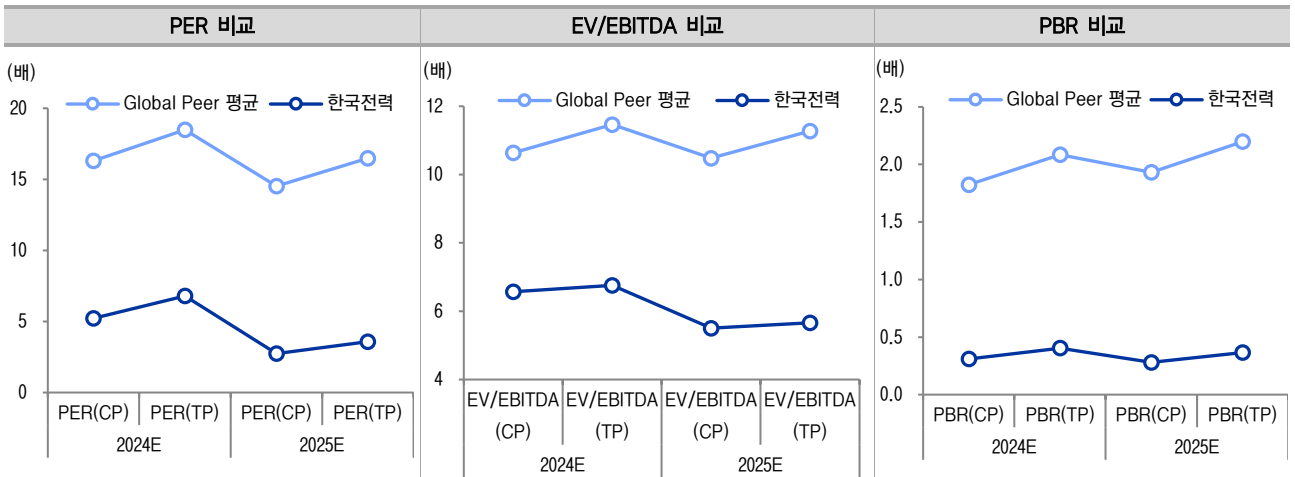
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 상대평가 Valuation 지표 비교 (한국전력 vs Global Peer)

(각국 통화, 배, %)	2024E						2025E					
	PER		EV/EBITDA		PBR		PER		EV/EBITDA		PBR	
	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)
NextEra(미국)	16.8	21.4	12.8	14.9	2.3	3.0	15.7	20.0	12.2	14.1	2.2	2.8
IBERDROLA(스페인)	14.2	15.9	7.7	8.3	1.5	1.7	13.4	14.9	7.4	7.9	1.4	1.6
Southern Company(미국)	17.1	18.6	12.6	13.2	2.2	2.4	15.9	17.3	11.9	12.4	2.1	2.3
Duke Energy(미국)	16.0	17.5	11.2	11.7	1.4	1.5	15.0	16.5	13.6	14.2	2.9	3.2
China Yangtze Power(중국)	16.6	19.7	10.1	11.5	2.5	2.9	15.8	18.7	9.7	11.1	2.3	2.8
Dominion Energy(미국)	14.5	15.8	10.4	10.9	1.3	1.4	13.0	14.2	10.4	10.9	1.2	1.4
XCEL Energy(미국)	16.5	18.0	11.6	12.1	1.8	1.9	15.4	16.8	10.4	10.9	1.7	1.8
Edison International(미국)	18.7	21.1	8.6	9.1	1.6	1.9	11.8	13.4	8.3	8.7	1.6	1.8
Average	16.3	18.5	10.6	11.5	1.8	2.1	14.5	16.5	10.5	11.3	1.9	2.2
한국전력	5.2	6.8	6.6	6.8	0.3	0.4	2.7	3.6	5.5	5.7	0.3	0.4
할증 or 할인 (%)	-68.0	-63.2	-38.2	-41.1	-83.0	-80.6	-81.1	-78.3	-47.5	-49.8	-85.5	-83.4

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

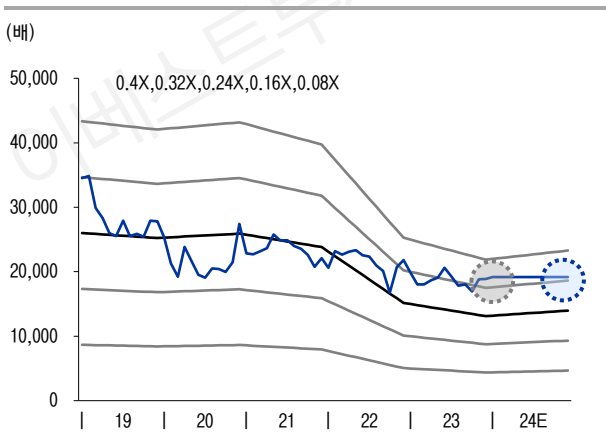
그림13 PER, EV/EBITDA, PBR 비교(한국전력 vs Global Peer)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

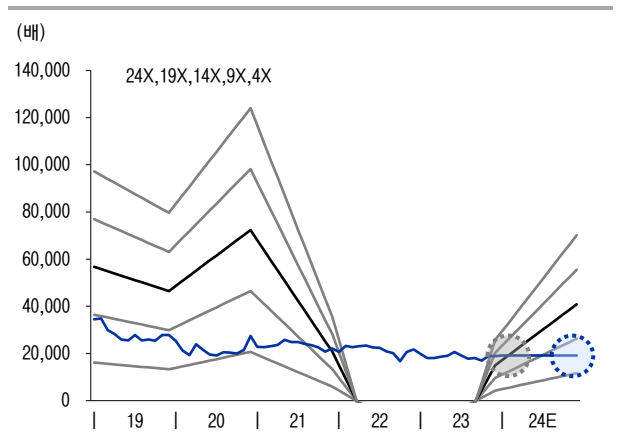
상대평가 With 자체 Multiple Band

그림14 한국전력 PBR Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 한국전력 EV/EBITDA Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation Table & 목표주가 변동내역

표13 한국전력 Valuation Table

구분	2024E	2025E
지배주주 BPS(원)	61,999	68,435
적용 PBR(배)	0.40	0.37
목표주가(원)	25,000	25,000
주식수(주)	641,964,077	641,964,077
목표시총(십억원)	16,049	16,049

▶ 적용 Multiple 산정 근거

- ▷ 2024E BPS 대비 PBR 0.37배, 2025E BPS 대비 PBR 0.37배 적용
 - Global Peer 목표 PBR 평균 대비 24년은 80.6%, 25년은 83.4% DC
 - 최근 5개년 PBR Band 최상단선 적용
 - 24.04.10 총선 이후 25년까지 상당수준의 요금 인상 통한 실적 턴어라운드 가능성 진단 (총선 이후 의미 있는 수준의 요금 인상을 전제로 2024년부터 영업이익, 순이익 모두 흑자전환 추정)
 - 22대 총선 이후의 요금인상 방향성에 대한 판단과 의사결정은 총선 전 단행 필요

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 한국전력 목표주가 변동

(억원, 원, 배, %)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)	2024E			2025E		
			지배주주 BPS(원)	PBR (배)	ROE (%)	지배주주 BPS(원)	PBR (배)	ROE (%)
종전	22,000	141,232	58,937	0.37	4.5	63,535	0.35	10.0
신규	25,000	160,491	61,999	0.40	6.2	68,435	0.37	10.7
변경률(%)	13.6	13.6	5.2	8.0	36.8	7.7	5.5	7.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한국전력 (015760)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,051	29,751	33,570	36,578	40,125
현금및현금성자산	2,635	3,235	2,251	2,201	2,152
유동금융자산	1,869	4,287	2,984	2,917	2,852
매출채권	8,122	10,462	13,470	14,797	16,326
기타	9,424	11,767	14,865	16,664	18,795
비유동자산	189,073	205,054	208,881	212,597	215,804
유무형자산	174,284	178,922	179,796	181,236	182,062
금융/투자자산	10,594	12,537	14,043	15,578	17,133
기타	4,195	13,595	15,042	15,783	16,608
자산총계	211,124	234,805	242,451	249,175	255,929
유동부채	31,732	44,519	50,489	52,945	55,840
매입채무	8,153	11,984	16,004	18,455	21,422
유동금융부채	14,037	22,704	23,510	22,922	22,189
기타	9,542	9,831	10,975	11,568	12,229
비유동부채	114,065	148,286	154,957	156,429	156,156
비유동금융부채	66,570	98,334	102,415	101,596	99,361
기타	47,494	49,952	52,542	54,834	56,795
부채총계	145,797	192,805	205,446	209,374	211,996
자본총계	65,327	42,000	37,006	39,801	43,933
지배회지분	63,780	40,545	35,097	37,374	40,787
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금및기타	15,312	15,904	16,241	16,096	15,823
이익잉여금	45,258	21,431	15,646	18,068	21,753
비지배회사지분	1,546	1,455	1,909	2,427	3,146

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	4,491	-23,478	7,535	16,336	18,710
영업 창출 현금	6,945	-20,760	9,394	21,874	24,874
당기순이익	-5,216	-24,429	-5,743	2,466	4,657
조정사항	14,473	7,181	16,087	19,495	20,253
D&A	11,942	12,461	13,574	14,296	15,036
법인세비용	-1,856	-9,415	-2,489	859	1,699
이자비용	1,914	2,819	4,515	5,045	4,870
이자수익	-222	-341	-438	-475	-512
기타	2,694	1,657	925	-231	-840
자산,부채 증감	-2,313	-3,513	-950	-87	-36
법인세,이자 등	-2,453	-2,717	-1,859	-5,538	-6,164
투자활동 현금흐름	-12,373	-14,954	-14,440	-16,108	-16,225
유무형자산 증감	-12,522	-11,797	-13,549	-14,736	-14,821
금융자산 증감	1,130	-2,314	903	-289	-242
기타	-981	-843	-1,794	-1,084	-1,162
재무활동 현금흐름	8,435	38,998	5,921	-278	-2,534
금융부채 증감	9,081	38,631	4,887	-1,407	-2,969
파생상품 순정산	98	408	430	444	456
배당금 지급	-812	-42	-44	-47	-974
기타	68	1	648	733	952
총현금흐름	554	567	-984	-50	-49
외화현금 환율변동	52	33	0	0	0
기초 현금및현금성자산	2,030	2,635	3,235	2,251	2,201
기말 현금및현금성자산	2,635	3,235	2,251	2,201	2,152

자료: 한국전력, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	60,674	71,258	88,334	97,998	109,250
영업비용	66,520	103,913	93,959	91,749	100,354
영업이익	-5,846	-32,655	-5,625	6,249	8,896
EBITDA	6,091	-20,198	7,500	20,045	23,411
기타수익	373	384	461	509	557
기타비용	258	212	181	123	136
기타손익	9	243	263	285	306
금융수익	1,403	1,833	2,348	2,676	3,014
이자수익	222	341	438	475	512
기타	1,181	1,493	1,910	2,201	2,502
금융비용	3,246	4,747	6,402	7,242	7,318
이자비용	1,914	2,819	4,515	5,045	4,870
기타	1,331	1,928	1,886	2,197	2,448
관계/공동기업손익	495	1,310	903	972	1,038
세전이익	-7,072	-33,844	-8,232	3,326	6,356
당기순이익	-5,216	-24,429	-5,743	2,466	4,657
지배주주순이익	-5,305	-24,467	-5,826	2,363	4,497
Profitability(%)					
영업이익률	-9.6	-45.8	-6.4	6.4	8.1
EBITDA Margin	10.0	-28.3	8.5	20.5	21.4
당기순이익률	-8.7	-34.3	-6.6	2.4	4.1
ROA	-2.6	-11.0	-2.4	1.0	1.8
ROE	-7.8	-45.6	-14.7	6.2	10.7
ROIC	-4.6	-22.5	-3.6	2.4	3.6

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Valuation(배)					
P/E(지배주주)	N/A	N/A	N/A	5.2	2.7
P/B	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	14.8	N/A	17.7	6.6	5.5
P/CF	2.1	N/A	1.4	0.8	0.7
Per Share Data(원)					
EPS(지배주주)	-8,263	-38,112	-9,075	3,680	7,006
BPS	101,761	65,425	57,645	61,999	68,435
CPS	10,599	-31,100	13,218	25,582	29,201
DPS	0	0	0	1,441	2,720
Growth(%)					
매출액	3.6	17.4	24.0	10.9	11.5
영업이익	적자전환	적자확대	적자축소	흑자전환	42.4
EPS(지배주주)	적자전환	적자확대	적자축소	흑자전환	90.4
총자산	3.9	11.2	3.3	2.8	2.7
자기자본	-7.6	-35.7	-11.9	7.6	10.4
Stability(%배)					
부채비율	223.2	459.1	555.2	526.1	482.5
유동비율	69.5	66.8	66.5	69.1	71.9
자기자본비율	30.9	17.9	15.3	16.0	17.2
영업이익/금융비용(x)	-1.8	-6.9	-0.9	0.9	1.2
이자보상배율(x)	-2.7	-11.0	-0.8	1.7	2.3
총차입금(십억원)	80,608	121,038	125,925	124,518	121,549
순차입금(십억원)	76,104	113,516	120,690	119,400	116,545

한국전력 목표주가 추이		투자 의견 변동내역																																																	
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2023.05.15</td> <td>신규</td> <td>성중화</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2023.05.15</td> <td>Buy</td> <td>24,000</td> <td>-13.8</td> <td></td> <td>-21.2</td> </tr> <tr> <td>2023.10.04</td> <td>Buy</td> <td>22,000</td> <td>-10.7</td> <td></td> <td>-17.5</td> </tr> <tr> <td>2024.01.29</td> <td>Buy</td> <td>25,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비	2023.05.15	신규	성중화				2023.05.15	Buy	24,000	-13.8		-21.2	2023.10.04	Buy	22,000	-10.7		-17.5	2024.01.29	Buy	25,000				<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비						
일시	투자 의견	목표 가격				과리율(%)																																													
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																														
2023.05.15	신규	성중화																																																	
2023.05.15	Buy	24,000	-13.8		-21.2																																														
2023.10.04	Buy	22,000	-10.7		-17.5																																														
2024.01.29	Buy	25,000																																																	
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																														

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.6% 8.4% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2023.1.1~ 2023.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)