2024. 2. 5

▲ 유틸리티/건설
Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

한국전력 015760

먼저 오른 도쿄전력이 시사하는 그림

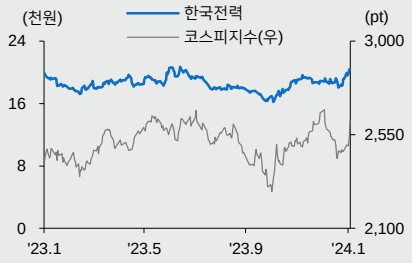
- ✓ 도쿄전력 지난 1년 수익률 60%, TOPIX를 +25% Outperform
- ✓ 저PBR 시정 조치 이후 가치주가 주목받는 구간에서 도쿄전력은 더욱 가파른 주가 상승을 시현. 실적 개선, 원전 모멘텀이 주목받았기 때문
- ✓ 미국 Constellation Energy 또한 원전 정책과 맞물려 재평가. 한국도 원전 확대 중
- ✓ 11차 전기본, 실적 개선 등 모멘텀이 재평가 받는 시기가 생각보다 빠를 수도

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	28,000 원
현재주가 (2.2)	20,350 원
상승여력	37.6%
KOSPI	2,615.31pt
시가총액	130,640억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.00%
외국인비중	14.29%
52주 최고/최저가	20,700원/16,190원
평균거래대금	268.0억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	5.2	4.4
상대주가	10.3	5.2	-1.4

주가그래프



도쿄전력 지난 1년 수익률 60%, TOPIX를 +25% Outperform

도쿄전력(9501 JT)은 2023년 초 이후 TOPIX 지수를 +25% Outperform하고 있다. 주요 모멘텀은 요금 인상과 원전 재가동에 따른 실적 개선 기대감이다. 흥미로운 것은 2022년 7월 재가동이 결정된 이후보다 2023년 하반기의 주가 상승폭이 크다는 점이다. 2024년 흑자전환에 대한 기대감도 작용했겠지만, 2023년 4월 도쿄증권 거래소가 저PBR 시정을 발표한 이후 가치주에 대한 관심이 환기된 점도 크다. 현재 한국전력과 도쿄전력의 주가 수익률 격차는 10년 간 최대로 벌어져 있다.

미국 Constellation Energy와 일본 도쿄전력, 그리고 한국의 한국전력

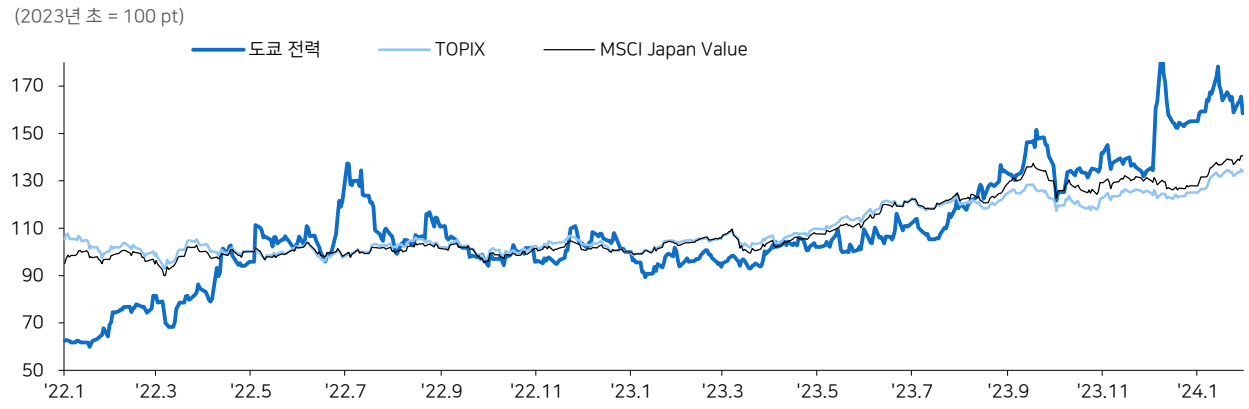
미국 유틸리티 Constellation Energy 역시 2023년 초 이후 +80%의 수익률을 기록하고 있다. Constellation Energy는 전체 전력 공급의 60%를 자체 원전에서 조달하는데, IRA를 통해 원전도 세제혜택(PTC, Production Tax Credit)을 받게 된 점이 컸다. 도쿄전력처럼 원전에 대한 정책 지원이 주가 트리거가 된 셈이다. 한국은 2024년 신한울 2호기를 시작으로 2025년, 2026년 매년 1기의 신규 원전을 가동할 예정이며, 조만간 발표될 11차 전기본을 통해 신규 원전이 추가될 가능성이 높다.

아는 맛이 더 무섭다

시장은 한국전력의 실적 개선 내러티브를 이미 인지하고 있다(요금 인상, 원자재 가격 하락, 원전 발전량 확대). 다만 인지하는 것과 실제 매수의 시점 차이는 있다. 전통적으로 한국전력의 12개월 후행 EPS와 주가는 동행해왔으며, 선반영 속도가 느린 것은 섹터에 대한 낮은 관심도와 정책 불확실성 때문이다. 가치주에 대한 관심 환기와 원전 정책이 실적 개선에 대한 관심을 불러일으킬 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	60,673.6	-5,846.5	-5,304.5	-8,263	적전	99,352	-2.7	0.2	15.8	-8.0	223.2
2022	71,257.9	-32,655.2	-24,466.9	-38,113	적지	63,158	-0.6	0.3	-6.6	-46.9	459.1
2023E	88,055.2	-5,164.7	-5,788.5	-9,017	적지	54,616	-2.1	0.3	17.0	-15.3	553.7
2024E	93,463.3	8,242.0	3,077.8	4,794	흑전	59,410	4.2	0.3	6.1	8.4	503.2
2025E	94,899.9	9,735.9	4,723.6	7,358	53.5	66,769	2.8	0.3	5.6	11.7	438.5

그림1 상대 주가 추이: 가치주가 주목받기 시작한 2023년 8월부터 도쿄전력은 더욱 Outperform

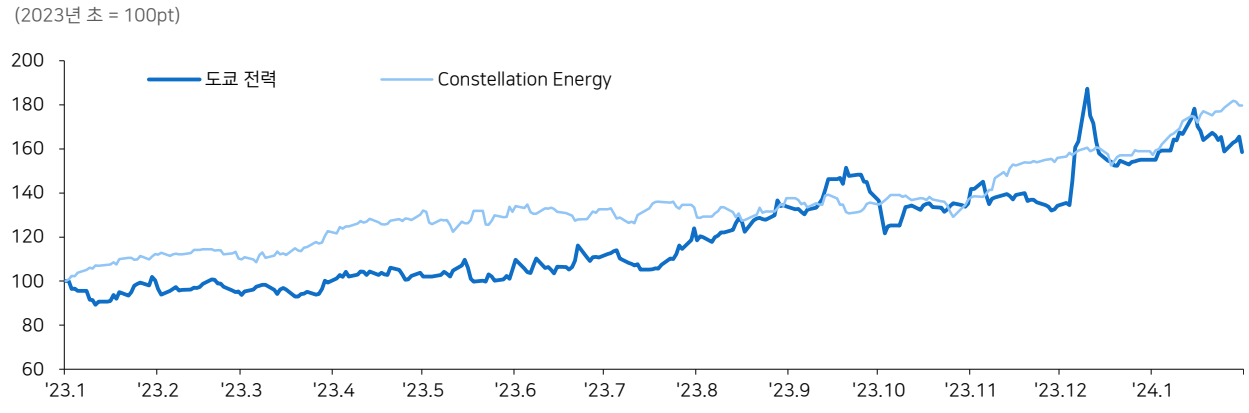


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 원전 재가동 계획 발표한 2022년 7월보다 2023년 하반기의 상대 수익률이 더 인상적

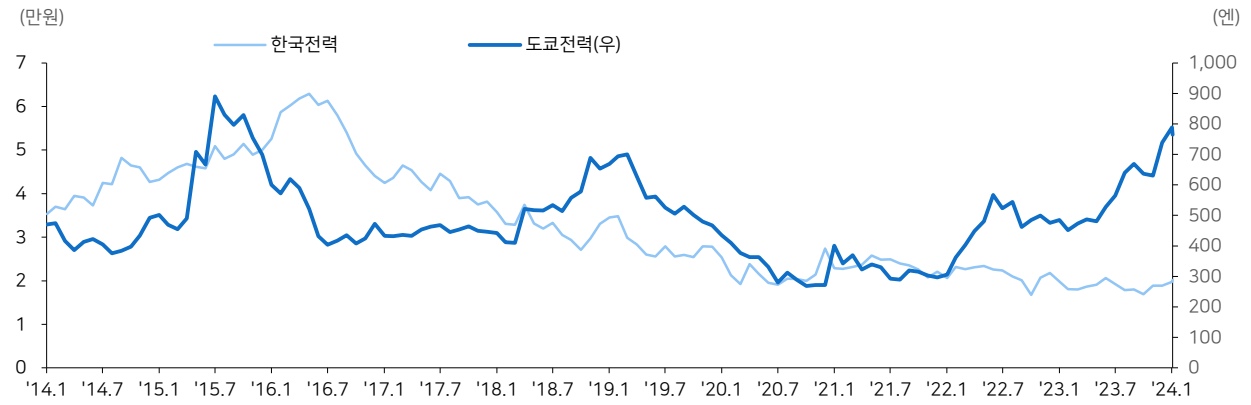
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 도쿄전력과 Constellation Energy 2023년 이후 약 50% 절대 수익 기록. 모멘텀은 원전 재가동 or 원전 보조금 지급



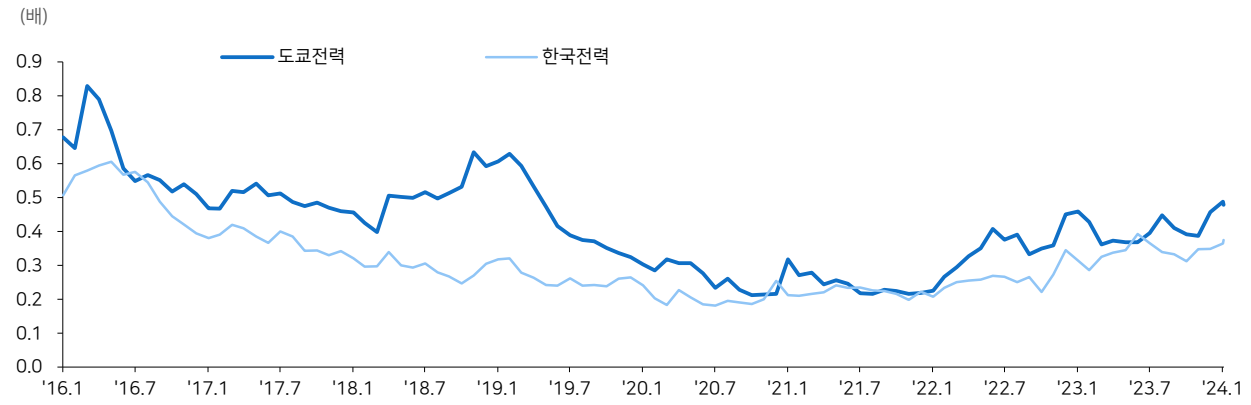
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 도쿄전력 주가 vs 한국전력 주가: 지난 10년 간 가장 크게 벌어짐



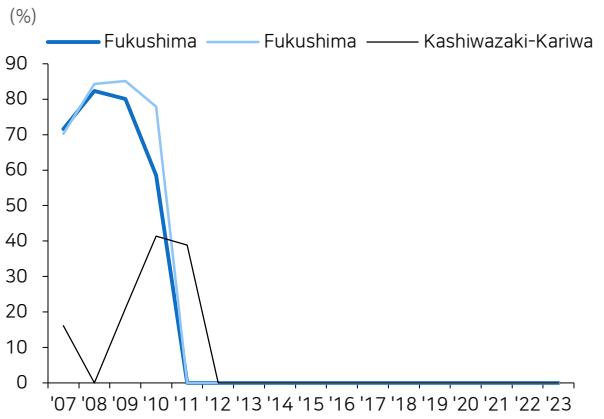
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 도쿄전력 PBR vs 한국전력 PBR: 현재 괴리율은 약 28%



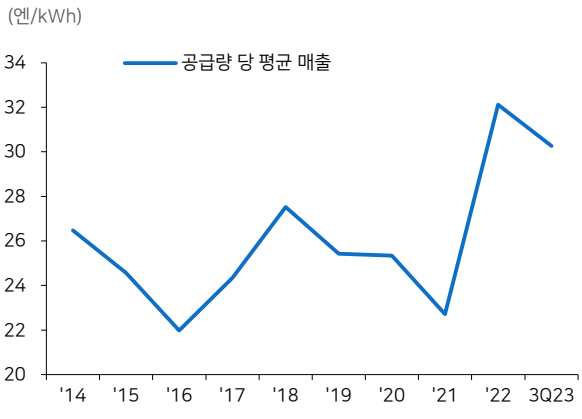
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 도쿄전력 원전 가동률 추이: '24~'25년 재가동 예상



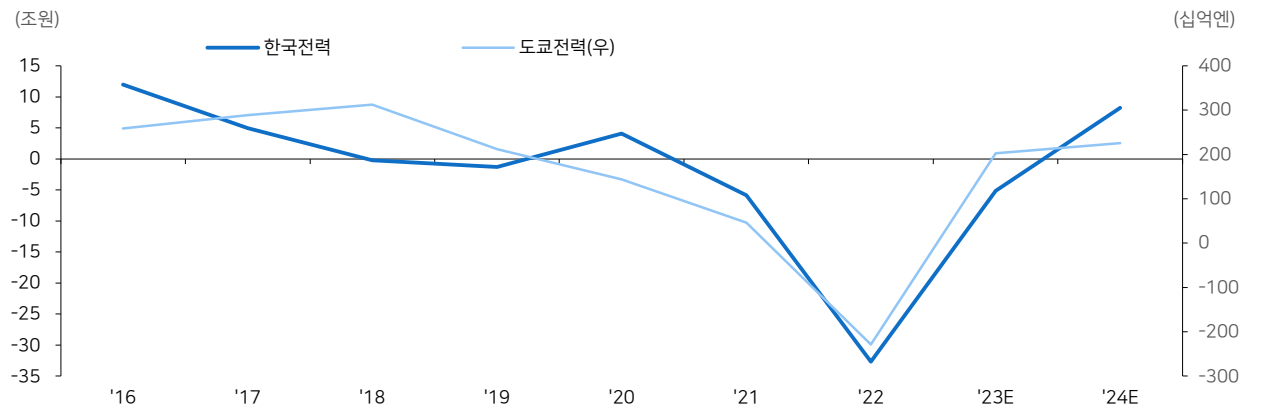
자료: 도쿄전력, 메리츠증권 리서치센터

그림7 지금은 요금 인상이 도쿄전력 주요 실적 개선 요인



주: 회계연도 기준. 자료: 도쿄전력, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국전력 vs 도쿄전력: 영업이익 추이 및 전망



주: 도쿄전력은 회계연도 기준(2023년도 회계연도는 2Q23~1Q24), 자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	80.3	77.8	86.6	83.5	78.0	83.0	81.0	78.0	96.4	82.1	80.0	80.0
원/달러 환율	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,321.7	1,320.0	1,280.0	1,300.0	1,310.0	1,291.5	1,305.7	1,302.5	1,270.0
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	130.0	156.8	145.2	141.0	145.5	196.8	166.5	147.1	141.9
석탄 발전단가(원/kWh)	109.1	98.7	84.8	72.0	80.0	75.0	75.0	75.0	113.0	91.2	76.3	75.0
LNG 발전단가(원/kWh)	301.3	197.2	183.2	180.0	196.8	185.2	181.0	185.5	243.1	215.4	187.1	181.9
원전이용률(%)	85.0	79.8	85.8	87.0	84.0	84.0	84.0	84.0	86.0	84.4	84.0	84.0
석탄이용률(%)	54.8	47.2	58.8	50.0	54.8	47.2	58.8	50.0	57.6	52.7	52.7	52.7
전력 판매단가(원/kWh)	146.5	145.5	160.5	157.6	159.5	155.8	166.3	160.9	120.5	152.5	160.6	161.6
실적 전망												
연결 매출	**21,594.0**	**19,622.5**	**24,470.0**	**22,368.7**	**23,780.9**	**21,115.9**	**25,536.3**	**23,030.3**	**71,257.9**	**88,055.2**	**93,463.3**	**94,899.9**
매출액 증가율(% YoY)	31.2	26.4	23.8	14.8	10.1	7.6	4.4	3.0	17.4	23.6	6.1	1.5
매출원가	27,080.0	21,169.1	21,731.4	20,171.7	22,107.2	18,615.4	20,487.1	20,821.2	100,903.6	90,152.2	82,030.9	81,878.4
연료비	9,083.0	6,048.8	6,541.8	6,039.3	7,124.1	5,333.2	6,805.2	6,012.2	34,669.0	27,712.9	25,274.7	24,275.5
구입전력비	12,170.9	8,917.8	9,255.3	6,481.8	8,848.1	6,876.0	7,597.6	7,081.0	41,917.1	36,825.8	30,402.6	30,998.3
감가상각비	3,165.1	3,162.1	3,265.3	3,330.2	3,331.0	3,340.7	3,330.0	3,327.9	12,131.1	12,922.7	13,329.7	13,329.4
인건비	1,317.3	1,219.7	1,316.4	1,413.1	1,343.7	1,244.1	1,342.7	1,441.4	5,383.5	5,266.5	5,371.8	5,479.3
수선비 및 기타	1,343.7	1,820.7	1,352.7	2,907.2	1,460.4	1,821.4	1,411.6	2,958.7	6,802.9	7,424.2	7,652.0	7,796.0
매출총이익	-5,486.0	-1,546.6	2,738.5	2,197.0	1,673.6	2,500.5	5,049.2	2,209.1	-29,645.7	-2,097.0	11,432.4	13,021.4
매출총이익률(%)	-25.4	-7.9	11.2	9.8	7.0	11.8	19.8	9.6	-41.6	-2.4	12.2	13.7
판관비	691.6	725.8	742.0	908.3	703.4	785.0	758.0	944.1	3,009.4	3,067.7	3,190.5	3,285.5
판관비율(%)	3.2	3.7	3.0	4.1	3.0	3.7	3.0	4.1	4.2	3.5	3.4	3.5
영업이익	**-6,177.6**	**-2,272.4**	**1,996.6**	**1,288.7**	**970.3**	**1,715.5**	**4,291.2**	**1,265.0**	**-32,655.2**	**-5,164.7**	**8,241.9**	**9,735.9**
영업이익 성장률(%YoY)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	114.9	-1.8	적확	적축	흑전	18.1
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.2	5.8	4.1	8.1	16.8	5.5	-45.8	-5.9	8.8	10.3
금융손익	-1,000.6	-943.0	-1,020.1	-1,009.6	-1,220.9	-1,438.4	-1,113.5	-1,105.7	-2,913.5	-3,973.4	-4,878.5	-4,920.8
기타손익	81.9	16.3	157.3	-125.5	-261.6	524.5	-233.3	-119.3	414.6	130.0	-89.7	806.6
종속,관계기업 관련 손익	241.4	244.1	113.6	218.2	265.2	263.9	252.2	232.9	1,310.4	817.3	1,014.3	959.5
세전이익	**-6,854.8**	**-2,955.1**	**1,247.3**	**371.8**	**-247.0**	**1,065.5**	**3,196.5**	**273.0**	**-33,843.6**	**-8,190.8**	**4,288.0**	**6,581.2**
연결 당기순이익	**-4,911.2**	**-1,904.4**	**833.3**	**269.6**	**-179.0**	**772.5**	**2,317.5**	**197.9**	**-24,429.1**	**-5,712.7**	**3,108.8**	**4,771.4**
당기순이익률(%)	-22.7	-9.7	3.4	1.2	-0.8	3.7	9.1	0.9	-34.3	-6.5	3.3	5.0
순이익 성장률(% YoY)	적축	적축	흑전	흑전	적축	흑전	178.1	-26.6	적확	적축	흑전	53.5
지배주주 순이익	-4,946.5	-1,902.8	793.9	266.9	-177.3	764.7	2,294.3	196.0	-24,466.9	-5,788.5	3,077.7	4,723.6

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**60,673.6**	**71,257.9**	**88,055.2**	**93,463.3**	**94,899.9**
매출액증가율(%)	3.6	17.4	23.6	6.1	1.5
매출원가	63,644.3	100,903.6	90,152.2	82,030.9	81,878.4
매출총이익	-2,970.7	-29,645.7	-2,097.0	11,432.4	13,021.4
판매관리비	2,875.8	3,009.4	3,067.7	3,190.5	3,285.5
영업이익	**-5,846.5**	**-32,655.2**	**-5,164.7**	**8,242.0**	**9,735.9**
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-5.9	8.8	10.3
금융손익	-1,843.2	-2,913.5	-3,973.4	-4,878.5	-4,920.8
종속/관계기업손익	494.6	1,310.4	817.3	1,014.3	959.5
기타영업외손익	123.5	414.6	130.0	-89.7	806.6
세전계속사업이익	-7,071.6	-33,843.6	-8,190.8	4,288.1	6,581.2
법인세비용	-1,856.0	-9,414.5	-2,478.0	1,179.2	1,809.8
당기순이익	**-5,215.6**	**-24,429.1**	**-5,712.7**	**3,108.8**	**4,771.4**
지배주주지분 순이익	-5,304.5	-24,466.9	-5,788.5	3,077.8	4,723.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**4,491.4**	**-23,477.5**	**8,018.0**	**18,352.6**	**17,787.5**
당기순이익(손실)	-5,215.6	-24,429.1	-5,712.7	3,108.8	4,771.4
유형자산상각비	11,776.3	12,305.3	13,108.8	13,562.4	13,562.1
무형자산상각비	166.2	156.2	157.1	141.2	149.7
운전자본의 증감	-2,312.7	-3,512.6	2,531.0	1,540.2	-695.6
투자활동 현금흐름	**-12,372.5**	**-14,953.8**	**-11,328.3**	**-14,078.3**	**-15,598.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-12,686.7	-12,346.9	-13,492.1	-13,472.1	-13,606.9
투자자산의감소(증가)	-1,738.0	-1,979.8	-1,644.3	-383.1	-219.3
재무활동 현금흐름	**8,435.1**	**38,997.9**	**5,619.2**	**-4,256.3**	**-4,336.2**
차입금의 증감	10,307.3	40,183.2	6,760.9	-4,256.3	-4,336.2
자본의 증가	7.0	37.5	15.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	605.7	599.5	2,404.0	18.1	-2,147.0
기초현금	2,029.6	2,635.2	3,234.8	5,638.8	5,656.9
기말현금	2,635.2	3,234.8	5,638.8	5,656.9	3,509.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,050.9	29,750.6	27,095.6	27,112.0	26,852.5
현금및현금성자산	2,635.2	3,234.8	5,638.8	5,656.9	3,509.9
매출채권	7,539.9	9,504.1	9,422.1	9,412.8	9,567.6
재고자산	7,608.2	9,930.7	8,248.4	8,240.2	8,375.7
비유동자산	189,072.9	205,054.5	211,173.8	211,530.7	211,852.3
유형자산	173,134.6	177,865.3	179,598.1	179,507.9	179,552.7
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,077.6	1,141.6	1,199.1
투자자산	10,381.2	12,328.9	13,972.6	14,355.8	14,575.1
자산총계	**211,123.7**	**234,805.0**	**238,269.4**	**238,642.7**	**238,704.9**
유동부채	31,732.2	44,518.6	49,374.0	48,927.4	46,137.9
매입채무	4,780.3	7,529.9	4,207.3	4,203.1	4,272.2
단기차입금	2,820.6	8,820.4	8,224.1	7,735.1	8,485.1
유동성장기부채	11,109.3	13,838.6	22,254.0	22,254.0	20,096.9
비유동부채	114,064.8	148,286.2	152,444.3	150,155.4	148,235.7
사채	64,221.2	94,969.1	93,788.7	91,006.7	87,971.7
장기차입금	2,278.5	2,977.3	3,302.5	2,294.9	2,388.1
부채총계	**145,797.0**	**192,804.7**	**201,818.4**	**199,082.9**	**194,373.6**
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,074.9	2,112.3	2,127.6	2,127.6	2,127.6
기타포괄이익누계액	-57.6	497.0	837.7	837.7	837.7
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	15,591.6	18,669.3	23,393.0
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,389.4	1,420.5	1,468.2
자본총계	**65,326.7**	**42,000.3**	**36,451.0**	**39,559.9**	**44,331.2**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	94,512	111,000	137,165	145,590	147,827
EPS(지배주주)	-8,263	-38,113	-9,017	4,794	7,358
CFPS	14,421	-26,867	15,603	35,536	38,818
EBITDAPS	9,496	-31,456	12,619	34,185	36,525
BPS	99,352	63,158	54,616	59,410	66,769
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.7	-0.6	-2.1	4.2	2.8
PCR	1.5	-0.8	1.2	0.6	0.5
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	6,096.0	-20,193.7	8,101.2	21,945.5	23,447.6
EV/EBITDA	15.8	-6.6	17.0	6.1	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-8.0	-46.9	-15.3	8.4	11.7
EBITDA 이익률	10.0	-28.3	9.2	23.5	24.7
부채비율	223.2	459.1	553.7	503.2	438.5
금융비용부담률	3.2	4.0	5.1	5.6	5.2
이자보상배율(x)	-3.1	-11.6	-1.1	1.6	2.0
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	9.3	9.9	10.0
재고자산회전율(x)	8.5	8.1	9.7	11.3	11.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

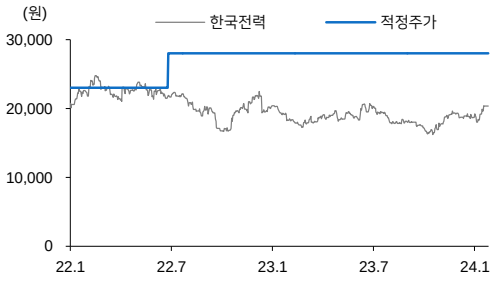
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.01.19	기업브리프	Hold	23,000	문경원	-2.3	7.6
2022.07.19	Indepth	Buy	28,000	문경원	-30.7	-19.8
2023.07.19		1 년 경과			-	-
2023.07.19	기업브리프	Buy	28,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이