

한국전력 (015760)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

유지

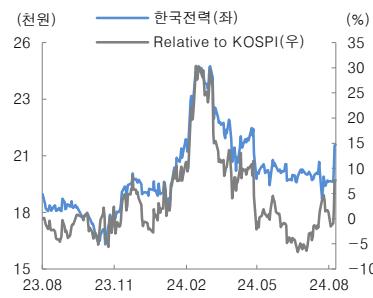
현재주가
(24.08.22)

21,050

유저리티업종

KOSPI	2707.67
시가총액	13,513兆원
시가총액비중	0.63%
자본금(보통주)	3,210兆원
52주 최고/최저	24,850원 / 16,190원
120일 평균거래대금	421억원
외국인지분율	14.89%
주요주주	한국산업은행 외 2인 51.14% 국민연금공단 6.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	4.7	-8.7	17.3
상대수익률	10.1	5.3	-10.1	9.0



매크로는 우호적으로 전환. 여전히 필요한 요금 인상

- 최근 유가 및 환율 하락, 금리 인하 기대로 4Q24 이후 실적 전망치 상향
- 3Q24 영업이익은 3,06조원(+53% YoY), 4Q24는 2,02조원(+18%) 예상
- 2025년 영업이익 10,96조원(+44% YoY)으로 상향, 4Q24 요금 인상 기대

최근 유가 및 환율 하락, 금리 인하 기대로 4Q24 이후 실적 상향 요인 발생

최근 중동 전쟁 우려 해소, 경기 둔화 우려, 금리 인하 기대 등에 따른 유가 하락, 원/달러 환율 하락 등 우호적 맥크로 환경으로 4Q24 및 2025년 실적 전망치 상향 요인이 발생했음. 유가는 4~5개월 후행, 원/달러 환율은 1개월 후행하여 한국전력의 연료비 및 전력구입비 감소 효과가 발생됨. 유가 1달러/배럴 하락 시 연간 2,900억원, 환율은 10원/달러 하락 시 2,400억원 내외의 비용 감소효과가 발생할 것으로 추정됨. 또한 동사는 2Q24 연결기준 총차입금은 131조원이며, 향후 금리가 0.5%p 하락 시 6,600억원 이자비용 감소 효과가 발생할 수 있음

3Q24 영업이익은 3,06조원(+53% YoY), 4Q24는 2,02조원(+18% YoY) 예상

4월 원전 및 석탄발전 정산조정계수 인상에 따른 정산단가(전력구입가격) 상승으로 연결 및 별도 기준 실적 추정치가 하향되었음. 단, 민간발전소의 정산단가가 상승만 연결기준 실적에만 영향을 미치며, 한전발전자회사의 정산조정계수는 별도기준 실적에 영향을 미침. 더운 여름철, 동해안 석탄발전 제약, LNG발전 가동률 상승으로 8월 SMP는 기준 예상보다 높아졌음. 이를 반영해 3Q24 영업이익은 3,06조원(+53% YoY)으로 하향하지만, 4Q24 영업이익은 2,02조원(+18% YoY)으로 상향함

투자의견 '매수', 목표주가 30,000원 유지

1) 4Q24 ~ 2025년 Brent 유가 79~82달러/배럴, 환율 1,340원/달러로 가정치 하향 등을 반영해 2025년 영업이익을 10,96조원(+44% YoY)으로 상향. 2) 2024년내 가스공사의 발전용 미수금 2,0조원(2023년말 기준) 회수 마무리에 따른 2025년 발전용 가스가격 하락(LNG 수입가격 변동과 무관), 4Q25 원전 1기 추가 가동 등에 따른 비용 감소 예상. 3) 연결기준 실적 개선에도 별도기준은 실적은 매우 부진한 상황. 전기요금은 한국전력의 별도기준 실적 및 재무구조 등을 감안하여 결정. 향후 대규모 송전망 투자를 위한 설비투자비 마련, 재무구조 개선을 위한 전기요금 인상 필요. 4Q24 전기요금이 인상은 실적 전망치 추가 상향 요인. 4) 2025년 PBR 0.3배, PER 1.9배로 절대적 저평가 구간

영업실적 및 주요 투자지표

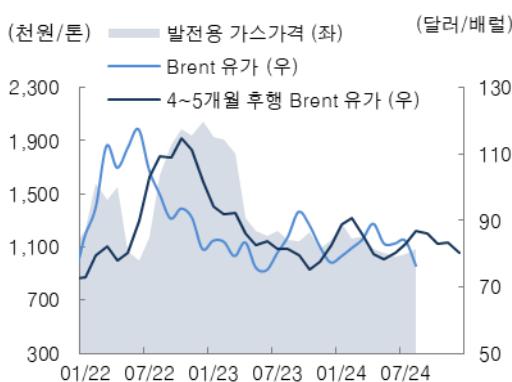
(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	71,258	88,219	93,003	94,135	95,260
영업이익	-32,655	-4,542	7,628	10,963	11,085
세전순이익	-33,844	-7,554	5,096	9,415	9,722
총당기순이익	-24,429	-4,716	3,755	7,155	7,388
자비자분순이익	-24,467	-4,823	3,624	7,048	7,278
EPS	-38.112	-7.512	5.646	10.979	11.336
PER	NA	NA	3.7	1.9	1.9
BPS	63,158	55,837	61,482	72,461	83,328
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	-46.9	-12.6	9.6	16.4	14.6

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분기 기준으로 산출

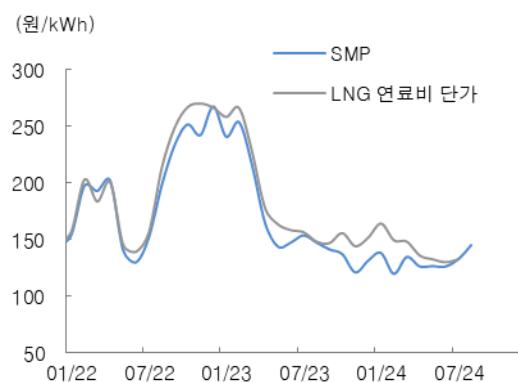
자료: 한국전력 대신증권 Research Center

그림 1. Brent 유가 및 발전용 가스가격 추이



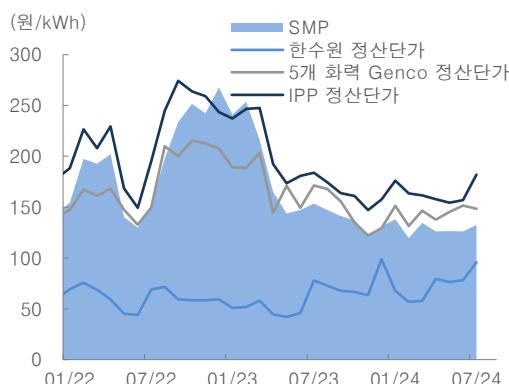
자료: Petronet, 한국가스공사, 대신증권 Research Center

그림 2. 한전발전자회사/민간 가스발전소 가동률 추이



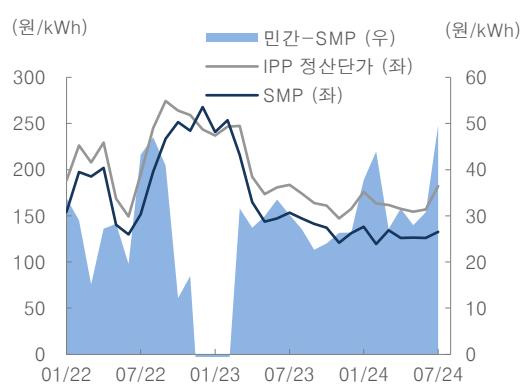
자료: EPSIS, 대신증권 Research Center

그림 3. 발전회사별 정산단가, SMP 추이



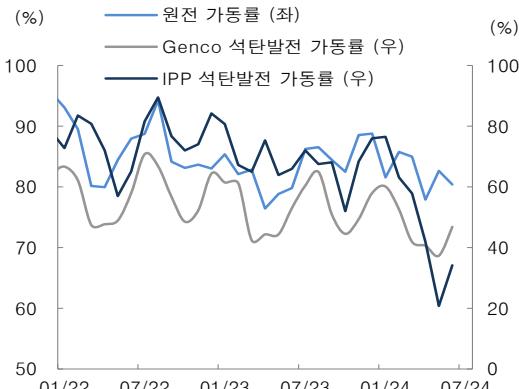
자료: EPSIS, 대신증권 Research Center

그림 4. 민간 발전회사의 '정산단가 – SMP' 추이



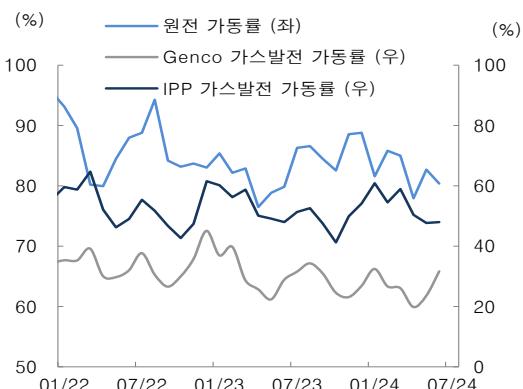
자료: EPSIS, 대신증권 Research Center

그림 5. 한전발전자회사/민간 석탄발전소 가동률 추이



자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

그림 6. 한전발전자회사/민간 가스발전소 가동률 추이



자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

표 1. 가정치 변동에 따른 한국전력의 실적 민감도 분석

(단위: 십억원)

		2024F	2025F			2024F	2025F
유가	연료비 증감	-63	-58	원자력	연료비 증감	33	35
1달러/bbl	전력구입비 증감	-224	-230	가동률	전력구입비 증감	-299	-282
하락	영업이익 증감	288	288	1% 상승	영업이익 증감	266	247
석탄	연료비 증감	-73	-79	원자력	연료비 증감	85	86
1달러/톤	전력구입비 증감	0	0	발전비증	전력구입비 증감	-772	-692
하락	영업이익 증감	73	79	1% 상승	영업이익 증감	686	605
환율	연료비 증감	-53	-56	석탄발전	연료비 증감	-271	-268
10원/달러	전력구입비 증감	-195	-180	가동률	전력구입비 증감	461	418
하락	영업이익 증감	248	236	1% 하락	영업이익 증감	-191	-149
SMP	연료비 증감	0	-10	석탄발전	연료비 증감	-453	-444
1원/kWh	전력구입비 증감	-202	-209	발전비증	전력구입비 증감	772	692
하락	영업이익 증감	202	219	1% 하락	영업이익 증감	-319	-247

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 한국전력의 실적 추정 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
환율 (원/달러)	1,276	1,316	1,312	1,321	1,329	1,372	1,360	1,340	1,292	1,306	1,350	1,340	1,340
뉴캐슬 연료탄 (달러/t)	128	109	90	100	96	91	90	90	179	107	92	91	89
Brent (달러/bbl)	82	78	86	83	82	85	81	79	99	82	82	82	82
SMP (원/kWh)	237	152	147	130	131	126	140	130	197	167	131	116	111
전기판매가격 (원/kWh)	147	145	160	158	161	156	170	162	121	153	162	162	162
전기판매량 (TWh)	143	127	145	131	142	127	146	132	548	546	546	552	559
민간 전력구입량 (TWh)	50	47	50	47	53	47	53	48	184	194	202	209	218
국가 발전믹스 (%)													
원전	29.7	30.9	29.8	32.5	30.0	33.5	31.1	36.5	29.6	30.7	32.7	34.7	35.9
석탄	31.4	31.4	33.5	31.7	30.6	26.5	29.7	26.0	33.1	32.0	28.3	27.0	24.3
LNG	29.1	26.2	26.4	25.7	28.8	26.0	28.1	26.9	27.6	26.9	27.5	26.9	28.3
유류	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
신재생	9.6	11.4	10.2	10.1	10.3	13.8	11.0	10.5	9.5	10.3	11.3	11.3	11.3
한전 발전 가동률 (%)													
원전 가동률	83.5	78.4	85.8	86.6	84.1	80.4	85.3	88.0	86.0	83.6	84.5	85.2	86.0
석탄발전 가동률	54.8	47.2	58.8	50.7	51.6	41.6	52.8	41.7	57.6	52.9	46.9	44.7	42.4

자료: Bloomberg, 한국전력, 대신증권 Research Center

표 2. 한국전력의 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21,594	19,623	24,470	22,519	23,293	20,474	26,099	23,137	71,258	88,205	93,003	94,135	95,260
전기판매 수익	20,259	18,362	23,164	21,170	22,165	19,541	24,767	21,829	66,199	82,955	88,302	89,387	90,426
기타	1,335	1,261	1,306	1,349	1,128	933	1,332	1,308	5,059	5,250	4,701	4,748	4,833
영업비용	27,772	21,895	22,473	20,811	21,993	19,223	23,036	21,122	103,845	92,950	85,375	83,172	84,175
연료비	9,083	6,049	6,542	5,481	6,160	4,756	6,059	5,353	34,669	27,155	22,328	20,598	20,571
전력구입비	12,171	8,918	9,255	7,960	9,203	7,970	10,109	8,063	41,917	38,304	35,345	34,305	35,041
기타	6,518	6,928	6,676	7,369	6,630	6,497	6,869	7,705	27,259	27,492	27,701	28,268	28,563
영업이익	-6,178	-2,272	1,997	1,708	1,299	1,250	3,063	2,016	-32,587	-4,745	7,628	10,963	11,085
금융손익	-1,001	-943	-1,020	-959	-1,014	-1,056	-1,125	-795	-2,914	-3,922	-3,991	-3,163	-3,040
지분법손익	241	244	114	188	405	96	215	389	1,310	787	1,103	1,339	1,362
기타영업외손익	82	16	157	49	48	59	79	78	415	305	265	277	315
세전이익	-6,855	-2,955	1,247	1,163	738	349	2,232	1,687	-33,844	-7,400	5,006	9,415	9,722
지배지분순이익	-4,947	-1,903	794	1,294	561	65	1,671	1,263	-24,467	-4,762	3,560	7,048	7,278
영업이익률	-28.6	-11.6	8.2	7.6	5.6	6.1	11.7	8.7	-45.7	-5.4	8.2	11.6	11.6
세전이익률	-31.7	-15.1	5.1	5.2	3.2	1.7	8.6	7.3	-47.5	-8.4	5.4	10.0	10.2

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

표 1. 별도기준 한국전력의 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출액	16,016	14,856	19,247	18,833	20,910	19,090	23,893	21,932	22,782	20,212
전기판매 수익	15,636	14,310	18,749	18,602	20,558	18,643	23,413	21,443	22,467	19,820
기타 매출	379	546	499	231	352	447	480	489	316	392
영업비용	25,178	20,699	28,190	28,794	27,258	19,968	24,573	20,530	21,520	20,305
전력구입비	22,982	18,137	25,672	25,913	24,977	17,577	22,006	17,476	19,245	17,843
기타	2,196	2,562	2,518	2,881	2,281	2,391	2,567	3,054	2,275	2,462
영업이익	(9,162)	(5,843)	(8,943)	(9,961)	(6,347)	(879)	(680)	1,402	1,262	(93)
기타영업외손익	16	106	132	(36)	75	40	82	492	55	81
금융손익	116	(216)	(316)	(551)	(436)	(684)	(647)	2,441	(575)	(629)
세전이익	(9,031)	(5,953)	(9,127)	(10,547)	(6,708)	(1,522)	(1,245)	4,335	743	(641)
순이익	(6,477)	(4,334)	(6,576)	(7,911)	(4,932)	(1,143)	(932)	3,593	593	(456)

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	93,384	94,894	93,003	94,135	-0.4	-0.8
판매비와 관리비	3,275	3,326	3,258	3,297	-0.5	-0.8
영업이익	8,103	10,319	7,628	10,963	-5.9	6.2
영업이익률	8.7	10.9	8.2	11.6	-0.5	0.8
영업외손익	-2,598	-2,034	-2,532	-1,548	적자유지	적자유지
세전순이익	5,504	8,285	5,096	9,415	-7.4	13.6
자비지분순이익	3,931	6,202	3,624	7,048	-7.8	13.6
순이익률	4.4	6.6	4.0	7.6	-0.3	1.0
EPS(자비지분순이익)	6,123	9,661	5,646	10,979	-7.8	13.6

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

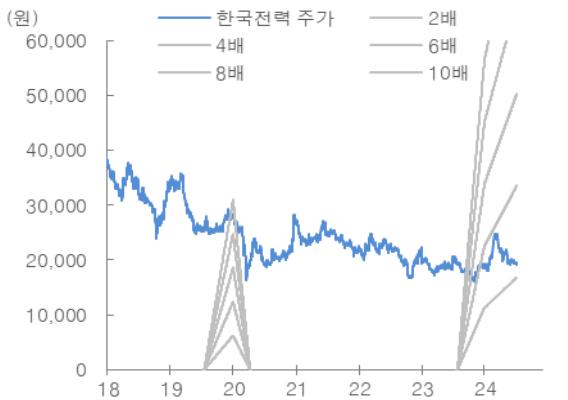
표 2. 한국전력의 Valuation

(단위: 배, %, 원)

	Value	비고
2013 ~ 16년 평균 PBR	0.46	재무구조 개선 시기의 평균 PBR은 0.46배, 최대 PBR 0.6배까지 상승한 바 있음
할인율	0	2022 ~23년 전기요금 40% 이상 인상, 유가 및 석탄가격 하향 안정화로 점진적인 재무구조 개선
목표 PBR	0.46	향후 원가 이상의 전기요금 인상 수준 및 속도가 확인될 경우, 최대 PBR 수준으로 접근할 수 있음
2Q25F BPS	65,991	2H24 이후 전기요금 인상시 설적 전망치 상향 조정 가능성 존재
목표주가	30,000	
현재주가	21,050	
상승여력	42.5	

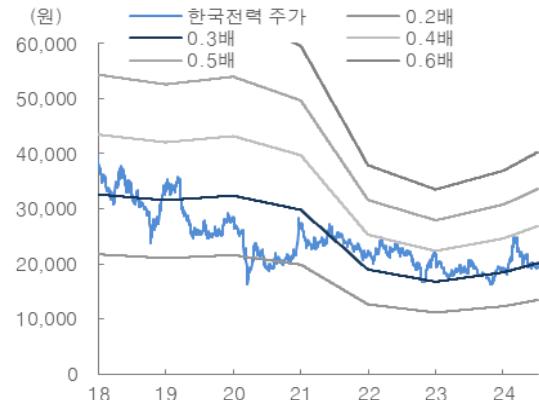
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 한국전력의 12MF PER 밴드



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

그림 8. 한국전력의 12MF PBR 밴드



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액		71,258	88,219	93,003	94,135	95,260
매출원가		100,904	89,700	82,116	79,875	80,839
매출총이익		-29,646	-1,480	10,887	14,260	14,421
판매비와관련비		3,009	3,062	3,258	3,297	3,336
영업이익		-32,655	-4,542	7,628	10,963	11,085
영업이익률		-45.8	-5.1	8.2	11.6	11.6
EBITDA		-20,194	8,491	20,731	24,125	24,297
영업현금흐름		-1,188	-3,012	-2,532	-1,548	-1,363
관계기업손익		1,310	613	1,103	1,339	1,362
금융수익		1,833	1,425	1,944	1,664	1,671
외환판환이익		271	166	166	166	166
금융비용		-4,747	-5,347	-5,845	-4,827	-4,711
외환포트폴리오		1,281	541	541	541	541
기타		415	297	265	277	315
법인세비용차감전순이익		-33,844	-7,554	5,096	9,415	9,722
법인세비용		9,415	2,838	-1,341	-2,260	-2,333
계속사업순이익		-24,429	-4,716	3,755	7,155	7,388
중단사업순이익		0	0	0	0	0
당기순이익		-24,429	-4,716	3,755	7,155	7,388
당기순이익률		-34.3	-5.3	4.0	7.6	7.8
비자자본순이익		38	106	131	107	111
자자본순이익		-24,467	-4,823	3,624	7,048	7,278
매도기금운용수평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		125	-23	4	-1	0
포괄손이익		-23,182	-4,945	3,797	7,148	7,390
비자자본포괄이익		91	88	132	107	111
자자본포괄이익		-23,273	-5,033	3,665	7,040	7,279

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산		29,751	29,536	29,357	29,859	30,347
현금및현금성자산		3,235	4,343	3,692	3,985	4,264
마출채권 및 기타채권		10,396	11,913	12,397	12,548	12,699
재고자산		9,931	8,876	8,943	9,051	9,160
기타유동자산		6,189	4,405	4,326	4,274	4,225
비유동자산		205,054	210,179	211,390	212,534	213,631
유형자산		177,865	179,876	180,562	181,156	181,674
관련사업부자금		8,992	9,663	10,154	10,646	11,138
기타비유동자산		18,197	20,641	20,673	20,732	20,819
자산총계		234,805	239,715	240,747	242,713	244,578
유동부채		44,519	61,248	62,636	63,995	65,522
매입채무 및 기타채무		11,577	8,737	8,972	9,028	9,083
차입금		8,820	10,667	10,677	10,687	10,697
유동부채		13,839	30,454	30,354	30,254	30,154
기타유동부채		10,283	11,390	12,632	14,026	15,587
비유동부채		148,286	141,202	137,078	130,358	123,444
차입금		97,946	92,510	88,341	81,576	74,618
전환증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		50,340	48,691	48,736	48,781	48,827
부채총계		192,805	202,450	199,714	194,353	188,966
자자본		40,545	35,845	39,469	46,517	53,493
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	19,963	27,011	33,987
기타자본변동		13,792	13,852	13,852	13,852	13,852
비자자본		1,455	1,420	1,563	1,842	2,119
자본총계		42,000	37,265	41,033	48,360	55,612
순자금		117,614	130,369	126,788	119,665	112,363

Valuation 지표		(단위: 원 배 %)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS		-38,112	-7,512	5,646	10,979	11,336
PER		NA	NA	3.7	1.9	1.9
BPS		63,158	55,837	61,482	72,461	83,328
PBR		0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS		-31,456	13,226	32,294	37,580	37,848
EV/EBITDA		NA	17.0	6.8	5.6	5.3
SPS		111,000	137,421	144,872	146,635	148,388
PSR		0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS		-26,867	17,322	36,726	42,252	42,500
DPS		0	0	0	470	850

자유现金流		(단위 원 배 %)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성						
매출액증가율		17.4	23.8	5.4	1.2	1.2
영업이익증가율		적자	적자	흑전	43.7	1.1
순이익증가율		적자	적자	흑전	90.5	3.3
수익성						
ROIC		-13.1	-15	3.0	4.5	4.5
ROA		-14.6	-19	3.2	4.5	4.5
ROE		-46.9	-126	9.6	16.4	14.6
인정성						
부채비율		459.1	543.3	486.7	401.9	339.8
순자금비율		280.0	349.8	309.0	247.4	202.0
이자보상비율		-11.6	-1.0	1.7	3.1	3.3

자료: 한국전력 대신증권 Research Center

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름		-23,478	1,522	17,655	21,225	21,510
당기순이익		-24,429	-4,716	3,755	7,155	7,388
비현금화목의기감		7,181	15,837	19,821	19,969	19,885
감가상각비		12,461	13,032	13,103	13,162	13,213
외환손익		523	364	397	397	397
자본변동기준		0	0	0	0	0
기타		-5,803	2,441	6,322	6,410	6,286
자산부채의증감		-3,513	-5,142	-620	-509	-508
기타현금흐름		-2,717	-4,457	-5,302	-5,390	-5,266
투자활동 현금흐름		-14,954	-13,074	-14,311	-14,306	-14,312
투자자산		-2918	667	-575	-578	-581
유형자산		-11,717	-13,599	-13,628	-13,598	-13,578
기타		-319	-142	-108	-131	-153
재무활동 현금흐름		38,998	12,662	-4,235	-6,830	-7,326
단기차입금		5,852	1,947	10	10	10
사채		33,341	10,746	-4,169	-6,765	-6,959
장기차입금		0	0	0	0	0
유상증자		0	0	0	0	0
현금배당		-56	-56	0	0	-302
기타		-140	24	-76	-76	-76
현금의증감		600	1,108	-651	293	278
기초현금		2,635	3,235	4,343	3,692	3,985
기말현금		3,235	4,343	3,692	3,985	4,264
NOPLAT		-23,571	-2,835	5,621	8,332	8,424
FCF		-23,537	-3,786	4,692	7,472	7,615

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항 5호 사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련된 시험이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당시는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 허민호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당시 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련된 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]



제시옵자	24.08.24	24.08.09	24.07.24	24.05.31	24.05.06	24.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
고민율(평균%)	(34.21)	(34.23)	(34.00)	(33.02)		
고민율(최대/최소%)	(27.17)	(27.17)	(27.17)	(27.17)	(27.17)	(100.00)
제시옵자						
투자의견						
목표주가						
고민율(평균%)						
고민율(최대/최소%)						
제시옵자						
투자의견						
목표주가						
고민율(평균%)						
고민율(최대/최소%)						
제시옵자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
고민율(평균%)						
고민율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240820)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.6%	4.4%	0.0%

산업 투자 의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자 의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상