

유틸리티

Sector Report

2024. 11. 22

유틸리티 대표 2사, 25-26년 가치 정상화 타이밍

한국가스공사 & 한국전력, 과도한 밸류에이션 DC 원인은?

한국가스공사, 한국전력의 자산가치 측면 PBR 밸류에이션은 Global Peer들에 비해 언제나 과도한 디스카운트 상태였고, 순이익이 (+)인 시기 ROE 수준에 비해서도 언제나 적절한 매칭이 이뤄지지 않는 상태가 지속되고 있다.

특히, 21-22년 에너지 가격 급등 이후 한국전력의 영업손실, 한국가스공사의 미수금이 21년부터 크게 증가, 22년 폭증, 23년에도 증가세가 이어지며 한국전력의 21-23년 누적영업손실은 43조원, 한국가스공사의 21-23년 누적미수금은 15조원에 달하게 되자 22년말-23년 에너지 가격의 가파른 안정화로 한국전력은 3Q23부터 영업손익 흑자전환하고 2024년은 연간으로도 상당수준 흑자전환했음에도, 한국가스공사는 1Q24부터 전체 미수금이 회수(감소) 국면으로 진입했음에도 누적 영업손실/미수금 규모가 여전히 큰 상황이라 주가는 좀처럼 상승하지 못하며 밸류에이션 저평가 상태가 지속되었다.

한국가스공사 & 한국전력, 25-26년 가치 정상화(밸류 DC 해소) 타이밍

발전용과 도시가스용 중 상업용, 도시가스발전용의 경우 이미 미수금이 빠른 속도로 감소하고 있다. 반면, 규모가 가장 큰 민수용 도시가스 미수금은 22년말 이후 LNG 가격의 가파른 안정화로 절대규모는 크게 축소되었지만 여전히 증가 상태에 있다. 민수용 도시가스도 23.08.01부터 주택용 요금은 1.41원/MJ(6.75%), 일반용 요금은 영업용1, 영업용2 평균 1.30원/MJ(6.36%) 인상하며 미수금 발생규모는 더욱 축소되었으나 여전히 감소(회수) 국면 진입은 아니다. 3Q24말 기준 전체미수금 잔액은 15조원인데 21대 대선인 27년 3월 이전에 대부분 회수하기 위해선 25-26년 민수용 도시가스에 대해 몇 차례 추가 요금인상이 필요한 상황이다. 민수용 도시가스 미수금도 8월 요금인상으로 3Q24는 신규 발생액이 74억원 수준으로 급감한 점을 감안하면 향후 추가 요금인상 시 본격적인 회수(감소) 국면 진입이 예상된다.

한국전력은 24.10.24 산업용 전기요금을 평균 9.7% 인상했는데 이는 모든 용도 합산 전체요금 기준 평균 5.2% 인상 수준으로서 연간 4-5조원의 영업이익 증가효과를 기대할 수 있으나 3Q24말 기준 30조원이 넘는 누적영업손실을 26년말까지(한전채 발행한 도 규정 26년말 일몰 & 27년 3월 21대 대선) 대부분 해소하기에는 부족한 수준이며 25-26년 몇 차례 추가 요금인상이 필요한 상황이다.

즉, 양사 모두 25-26년은 몇 차례 추가 요금인상 단행 가능성이 높다고 판단하며 이는 과도한 밸류에이션 디스카운트의 상당부분을 축소할 수 있는 계기가 될 것으로 기대한다. 즉, 양사 모두 25-26년은 추가 요금 인상을 통한 누적미수금, 누적영업손실의 상당부분 해소를 통한 가치 정상화의 시기가 될 것으로 기대한다.

적용 Multiple 상향 통한 TP 상향. 밸류 DC 축소(가치 정상화) 측면

한국가스공사는 목표주가를 51,000원에서 62,000원으로 22% 상향하고, 한국전력은 목표주가를 28,000원에서 30,000원으로 7% 상향하며 양사 모두 투자 의견은 Buy를 유지한다. 양사 모두 25-26년은 가치 정상화 시기인데 25년을 눈앞에 두고 있는 시기에 가치 정상화 측면의 적용 PBR 상향을 통해 목표주가를 상향했다.

25-26년 전기, 가스 요금 인상은 각각의 상대적 비수기(전기 4Q, 1Q, 2Q vs 가스 3Q, 2Q)에 특정 분기 두 에너지 요금 동시 인상 지양, 한 에너지 요금 2개 분기 연속 인상 가급적 지양, 최근 요금인상 시기(가스 3Q24, 전기 4Q24) 등을 감안하여 각각 연간 1-2 차례 인상 가능성이 높다고 판단하고 있다. 배당의 경우 한국가스공사는 올해부터 재개될 것으로 예상하고, 한국전력은 3Q24까지 상당수준의 별도순이익 누적적자 상황 감 안 시 올해는 어려우나 내년부터는 재개될 것으로 판단하고 있다. 한국가스공사의 동해 가스전 이슈는 기본적으로 중립적 시각이 바람직하며 철저한 사후검증 대응이 현실적이나, 앞으로도 시추나 개발 등의 진행상황에 따라 큰 주가 변동성을 야기할 수 있어 이슈나 뉴스플로우 상황에 따라 단기적으로는 적절한 테마주 대응전략이 필요할 수 있다.



Analyst 성종화
jhsung@ls-sec.co.kr

Overweight

한국가스공사	투자 의견 (유지)	BUY
	목표주가 (상향)	62,000 원
한국전력	투자 의견 (유지)	BUY
	목표주가 (상향)	30,000 원

한국가스공사(036460): 24년 배당 재개, 25-26년 추가 요금인상

실적 전망

표1 한국가스공사 실적 전망 (분기)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	17,930	8,128	7,889	10,609	12,811	7,490	8,109	11,942	13,108	7,655	8,087	10,847
가스도입/판매	17,485	7,451	7,298	9,974	12,222	6,954	7,514	11,313	12,513	7,088	7,459	10,183
발전용	9,473	4,361	4,734	4,353	5,158	3,715	4,751	5,216	5,317	3,878	4,745	4,745
도시가스용	8,012	3,090	2,564	5,622	7,064	3,240	2,763	6,097	7,196	3,210	2,714	5,437
기타	445	677	591	635	588	536	596	629	595	568	629	664
영업비용	17,342	7,923	7,659	10,080	11,889	7,024	7,670	11,390	12,138	7,199	7,616	10,246
매출 대비	96.7	97.5	97.1	95.0	92.8	93.8	94.6	95.4	92.6	94.0	94.2	94.5
가스원재료비	16,690	7,075	6,816	9,011	11,190	6,132	6,754	10,243	11,211	6,289	6,683	9,117
가스도입/판매 대비	93.1	87.1	86.4	84.9	87.3	81.9	83.3	85.8	85.5	82.1	82.6	84.0
인건비	155	157	166	162	165	156	199	164	163	163	174	170
유무형자산상각비	456	472	466	471	477	502	492	502	509	534	528	538
기타	42	218	211	435	57	234	225	481	255	213	231	421
영업이익	588	205	230	530	922	466	440	552	969	456	471	601
영업이익률	3.3	2.5	2.9	5.0	7.2	6.2	5.4	4.6	7.4	6.0	5.8	5.5
EBITDA	1,044	677	696	1,001	1,399	968	932	1,054	1,478	991	1,000	1,140
EBITDA Margin	5.8	8.3	8.8	9.4	10.9	12.9	11.5	9	11.3	12.9	12.4	11
세전이익	237	-117	-207	-775	632	196	192	38	684	154	96	99
세전이익률	1.3	-1.4	-2.6	-7.3	4.9	2.6	2.4	0.3	5.2	2.0	1.2	0.9
당기순이익	139	-67	-163	-657	407	253	155	27	530	116	74	74
순이익률	0.8	-0.8	-2.1	-6.2	3.2	3.4	1.9	0.2	4.0	1.5	0.9	0.7
지배주주순이익	133	-68	-167	-660	406	253	155	27	529	116	74	74
전체 순이익 대비	95.6	101.5	102.5	100.4	99.9	99.8	99.9	100.1	99.9	99.8	99.9	100.1
qoq(%)												
매출액	-1.3	-54.7	-2.9	34.5	20.8	-41.5	8.3	47.3	9.8	-41.6	5.6	34.1
영업이익	-47.4	-65.2	12.4	129.9	74.0	-49.5	-5.6	25.5	75.7	-52.9	3.3	27.5
EBITDA	-33.1	-35.2	2.9	43.7	39.8	-30.8	-3.8	13.1	40.2	-33.0	0.9	14.0
지배주주순이익	-85.1	적전	적지	적지	흑전	-37.8	-38.7	-82.9	1,890.3	-78.1	-35.9	0.5
yoy(%)												
매출액	28.3	-8.2	-26.5	-41.6	-28.6	-7.8	2.8	12.6	2.3	2.2	-0.3	-9.2
영업이익	-35.5	-29.1	60.6	-52.6	56.6	127.1	90.9	4.2	5.2	-2.0	7.2	9.0
EBITDA	-21.8	-6.1	20.8	-35.8	34.0	43.1	33.8	5.3	5.7	2.3	7.3	8.1
지배주주순이익	-81.8	적전	적지	적전	204.9	흑전	흑전	흑전	30.2	-54.3	-52.2	180.2

주: K-IFRS 연결기준
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표2 한국가스공사 가스도입 및 판매 매출 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
가스도입/판매 ① + ②	17,485	7,451	7,298	9,974	12,222	6,954	7,514	11,313	12,513	7,088	7,459	10,183
qoq	-0.7	-57.4	-2.1	36.7	22.5	-43.1	8.0	50.6	10.6	-43.4	5.2	36.5
yoy	27.9	-8.4	-26.2	-43.4	-30.1	-6.7	3.0	13.4	2.4	1.9	-0.7	-10.0
매출 대비	97.5	91.7	92.5	94.0	95.4	92.9	92.7	94.7	95.5	92.6	92.2	93.9
총판매량(천톤)	11,717	6,745	6,737	9,443	11,410	6,869	7,138	10,039	11,752	7,186	7,501	10,453
qoq	8.3	-42.4	-0.1	40.2	20.8	-39.8	3.9	40.6	17.1	-38.9	4.4	39.4
yoy	-7.9	-12.7	-5.6	-12.7	-2.6	1.8	6.0	6.3	3.0	4.6	5.1	4.1
평균 판매단가(천원/톤)	1,492	1,105	1,083	1,056	1,071	1,012	1,053	1,127	1,065	986	994	974
qoq	-8.3	-26.0	-1.9	-2.5	1.4	-5.5	4.0	7.1	-5.5	-7.4	0.8	-2.0
yoy	38.8	4.9	-21.9	-35.1	-28.2	-8.3	-2.8	6.7	-0.6	-2.6	-5.5	-13.6
평균 원재료단가 대비	104.8	105.3	107.1	110.7	109.2	113.4	111.2	110.4	111.6	112.7	111.6	111.7
평균 재료단가(천원/톤)	1,424	1,049	1,012	954	981	893	946	1,020	954	875	891	872
qoq	-5.4	-26.4	-3.6	-5.7	2.8	-9.0	6.0	7.8	-6.5	-8.3	1.8	-2.1
yoy	50.2	8.7	-24.0	-36.6	-31.2	-14.9	-6.5	6.9	-2.7	-2.0	-5.8	-14.5
발전용 ①	9,473	4,361	4,734	4,353	5,158	3,715	4,751	5,216	5,317	3,878	4,745	4,745
qoq	-6.3	-54.0	8.6	-8.1	18.5	-28.0	27.9	9.8	1.9	-27.1	22.3	0.0
yoy	31.5	-12.7	-28.1	-57.0	-45.5	-14.8	0.3	19.8	3.1	4.4	-0.1	-9.0
가스도입/ 판매 대비	54.2	58.5	64.9	43.6	42.2	53.4	63.2	46.1	42.5	54.7	63.6	46.6
판매량(천톤)	4,975	3,507	4,046	3,786	4,299	3,533	4,396	4,297	4,570	3,773	4,682	4,585
qoq	-1.0	-29.5	15.4	-6.4	13.5	-17.8	24.4	-2.2	6.3	-17.4	24.1	-2.1
yoy	-2.0	-16.0	-5.8	-24.6	-13.6	0.7	8.7	13.5	6.3	6.8	6.5	6.7
평균 판매단가(천원/톤)	1,904	1,243	1,170	1,150	1,200	1,051	1,081	1,214	1,164	1,028	1,013	1,035
qoq	-5.4	-34.7	-5.9	-1.7	4.4	-12.4	2.8	12.3	-4.1	-11.7	-1.4	2.1
yoy	34.1	3.9	-23.7	-42.9	-37.0	-15.4	-7.6	5.6	-3.0	-2.2	-6.2	-14.7
평균 원재료단가 대비	133.7	118.5	115.7	120.5	122.3	117.8	114.2	119.0	122.0	117.4	113.7	118.7
평균 재료단가(천원/톤)	1,424	1,049	1,012	954	981	893	946	1,020	954	875	891	872
qoq	-5.4	-26.4	-3.6	-5.7	2.8	-9.0	6.0	7.8	-6.5	-8.3	1.8	-2.1
yoy	50.2	8.7	-24.0	-36.6	-31.2	-14.9	-6.5	6.9	-2.7	-2.0	-5.8	-14.5
도시가스용 ②	8,012	3,090	2,564	5,622	7,064	3,240	2,763	6,097	7,196	3,210	2,714	5,437
qoq	6.8	-61.4	-17.0	119.3	25.7	-54.1	-14.7	120.7	18.0	-55.4	-15.4	100.3
yoy	23.9	-1.6	-22.6	-25.1	-11.8	4.8	7.8	8.5	1.9	-0.9	-1.8	-10.8
가스도입/판매 대비	45.8	41.5	35.1	56.4	57.8	46.6	36.8	53.9	57.5	45.3	36.4	53.4
판매량(천톤)	6,742	3,238	2,691	5,657	7,111	3,336	2,742	5,742	7,182	3,413	2,819	5,868
qoq	16.3	-52.0	-16.9	110.2	25.7	-53.1	-17.8	109.4	25.1	-52.5	-17.4	108.2
yoy	-11.8	-8.9	-5.2	-2.4	5.5	3.0	1.9	1.5	1.0	2.3	2.8	2.2
평균 판매단가(천원/톤)	1,188	954	953	994	993	971	1,008	1,062	1,002	940	963	927
qoq	-8.2	-19.7	-0.2	4.3	0.0	-2.2	3.8	5.4	-5.6	-6.1	2.4	-3.8
yoy	40.4	8.0	-18.3	-23.2	-16.4	1.8	5.8	6.8	0.9	-3.2	-4.5	-12.7
평균 원재료단가 대비	83.4	91.0	94.2	104.1	101.3	108.8	106.5	104.1	105.0	107.5	108.1	106.2
평균 재료단가(천원/톤)	1,424	1,049	1,012	954	981	893	946	1,020	954	875	891	872
qoq	-5.4	-26.4	-3.6	-5.7	2.8	-9.0	6.0	7.8	-6.5	-8.3	1.8	-2.1
yoy	50.2	8.7	-24.0	-36.6	-31.2	-14.9	-6.5	6.9	-2.7	-2.0	-5.8	-14.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표3 한국가스공사 가스원재료비 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
가스원재료비	16,690	7,075	6,816	9,011	11,190	6,132	6,754	10,243	11,211	6,289	6,683	9,117
qoq	2.4	-57.6	-3.7	32.2	24.2	-45.2	10.1	51.7	9.5	-43.9	6.3	36.4
yoy	38.4	-5.1	-28.2	-44.7	-33.0	-13.3	-0.9	13.7	0.2	2.6	-1.1	-11.0
매출 대비	93.1	87.1	86.4	84.9	87.3	81.9	83.3	85.8	85.5	82.1	82.6	84.0
매출원가 대비	96.9	90.4	90.0	90.3	95.0	88.4	89.1	90.8	93.3	88.6	88.9	90.1
판매량(천톤)	11,717	6,745	6,737	9,443	11,410	6,869	7,138	10,039	11,752	7,186	7,501	10,453
qoq	8.3	-42.4	-0.1	40.2	20.8	-39.8	3.9	40.6	17.1	-38.9	4.4	39.4
yoy	-7.9	-12.7	-5.6	-12.7	-2.6	1.8	6.0	6.3	3.0	4.6	5.1	4.1
평균 원재료단가(천원/톤)	1,424	1,049	1,012	954	981	893	946	1,020	954	875	891	872
qoq	-5.4	-26.4	-3.6	-5.7	2.8	-9.0	6.0	7.8	-6.5	-8.3	1.8	-2.1
두바이유 2개 분기 전 qoq	-10.2	-12.4	-5.5	-3.7	11.9	-3.4	-2.6	5.0	-8.1	-5.5	1.5	-1.9
yoy	50.2	8.7	-24.0	-36.6	-31.2	-14.9	-6.5	6.9	-2.7	-2.0	-5.8	-14.5
평균 판매단가 대비	95.5	95.0	93.4	90.3	91.6	88.2	89.9	90.5	89.6	88.7	89.6	89.5
평균 판매단가(천원/톤)	1,492	1,105	1,083	1,056	1,071	1,012	1,053	1,127	1,065	986	994	974
두바이유 분기평균(\$/bbl)	80	77	87	84	81	86	79	74	75	74	76	75
qoq	-5.5	-3.7	11.9	-3.4	-2.6	5.0	-8.1	-5.5	1.5	-1.9	2.2	-1.2
yoy	-15.7	-28.4	-10.8	-1.7	1.3	10.5	-9.2	-11.2	-7.5	-13.6	-3.9	0.5

▶ 유가와 한국가스공사 천연가스 원재료비간 관계

▷ 두바이 유가 → (3개월) → JCC(Japan Crude Cocktail. 일본 수입가격), ICP(Indonesia Crude Price) → (1개월) → LNG

▷ 한국가스공사 천연가스 수입은 대부분 스팟 계약이 아니라 장기계약으로서 유가(JCC)에 연동. JCC는 두바이유에 대한 일본 수입가격인데 일본 무역통계 자료에서 발표하는 해당월 유가는 3개월 전 두바이유 유가

▷ 다만, 계약조건이 An(JCC 3개월 평균. 가령 5월 계약이면 전년 12월, 당월 1월, 2월 평균) 외 An-3(JCC 3개월 전 3개월 평균. 가령 5월 계약이면 전년 9, 10, 12월 평균) 등도 있어 한국가스공사 천연가스 수입가격은 평균적으로는 두바이유 대비 5개월 정도 후행

▷ 수입가격이 두바이유 대비 5개월 정도 후행한다는 것이고 원재료단가는 과거 장기계약으로 구매한 재고물량의 소진 기간이 반영되기 때문에 이 보다 좀 더 후행(수입가격은 수입 시점의 가격 vs 원재료단가 판매물량에 대해 총원가법으로 적용한 단가)

→ 따라서, 평균 원재료단가 qoq 추정은 두바이유 가격 대비 2개 분기 정도 후행을 감안하여 두바이유 가격의 2개 분기 전 qoq 추이를 참조하여 추정함

→ 원재료단가 추이는 추정과 오차가 발생할 수 있으나 원료비 연동제를 반영하여 원료비 단가에 일정수준의 마진을 가산하여 판매단가를 추정하기 때문에 영업이익 추정은 비교적 변수가 작은 편. 더구나 매년 4월말 당해년 적정투자보수를 결정 공표하기 때문에 연간 기준 영업이익은 어느 정도 기준 라인이 수립됨. 한해 적정투자보수를 4월말에 미리 결정할 수 있는 것은 동사 사업구조가 연간 판매량이 큰 변화가 없고 원료비 연동제에 따라 LNG 원료 가격 변화와 관계없이 일정 수준의 마진(투자보수)을 가산하여 판매가격을 정할 수 있기 있기 때문 (참고로 올해는 4월말이 아니라 5월 세후적정투자보수액 공표)

→ 즉, 동사는 적어도 회계상 영업이익은 안정적으로 창출되는 구조임. LNG 원료가격 급등 시에는 소매가격을 그 만큼 올리지 못해 미수금이 쌓이는 구조라는 점이 문제인데 동사의 미수금은 일반적인 "채권" 성격이 아니라 "자산"의 성격이 강하다는 점은 제대로 인식할 필요는 있음

→ 그리고, 동사는 매출 성장성은 큰 의미가 없음. 판매량이 급변하는 것도 아니고 판매단가는 원료가격 변화에 좌우되기 때문. 매출보다는 영업이익이 핵심

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표4 한국가스공사 실적 전망 (연간)

(십억원, 원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	51,724	44,556	40,351	39,697	40,850
가스도입 및 판매	49,313	42,208	38,003	37,242	38,260
발전용	28,890	22,920	18,839	18,685	19,661
도시가스용	20,423	19,288	19,164	18,557	18,599
기타	2,411	2,348	2,348	2,455	2,590
영업비용	49,261	43,003	37,973	37,199	38,164
매출 대비(%)	95.2	96.5	94.1	93.7	93.4
가스원재료비	45,306	39,592	34,318	33,299	34,017
가스도입 및 판매 매출 대비(%)	87.6	88.9	85.0	83.9	83.3
인건비	618	640	683	670	696
유무형자산상각비	1,728	1,864	1,974	2,110	2,257
기타	1,609	906	997	1,120	1,195
영업이익	2,463	1,553	2,379	2,498	2,685
영업이익률(%)	4.8	3.5	5.9	6.3	6.6
EBITDA	4,192	3,418	4,353	4,608	4,942
EBITDA Margin	8.1	7.7	10.8	11.6	12.1
세전이익	1,945	-862	1,058	1,033	1,218
세전이익률	3.8	-1.9	2.6	2.6	3.0
당기순이익	1,497	-747	842	794	934
순이익률	2.9	-1.7	2.1	2.0	2.3
지배주주순이익	1,493	-761	841	793	933
전체 순이익 대비 비중	99.7	101.8	99.9	99.9	99.8
EPS(원)	16,217	-8,097	9,121	8,605	10,122
지배주주 EPS(원)	16,174	-8,246	9,110	8,595	10,107
yoy(%)					
매출액	87.9	-13.9	-9.4	-1.6	2.9
영업이익	98.7	-36.9	53.1	5.0	7.5
EBITDA	42.4	-18.5	27.4	5.9	7.3
지배주주순이익	57.0	적전	흑전	-5.6	17.6
지배주주 EPS	57.0	적전	흑전	-5.6	17.6

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표5 한국가스공사 2022-2023 년 연결영업이익 내역 & 2024 년 연결영업이익 전망 내역

(억원, %)	2022	2023	YoY(억원)	2024E	YoY(억원)
세후적정투자보수 $a = (b \times c)$	11,386	14,580	3,194	15,371	791
요금기저(b)	256,404	267,727	11,323	259,600	-8,127
세후투자보수율(c)	4.44%	5.45%	1.01%P ↑	5.92%	0.47%P ↑
세전적정투자보수(가스사업 영업이익) $e = [a \div (1-d)]$ (1)	14,982	19,184	4,203	20,225	1,041
세후적정투자보수(a)	11,386	14,580	3,194	15,371	791
법인세율_Not 유효세율, But 법정세율(d)	24.0%	24.0%	Flat	24.0%	Flat
주요 해외사업장 영업이익 (2)	5,952	3,531	-2,421	3,562	31
미얀마 A-1/A-3	615	505	-110	490	-15
호주 GLNG	3,110	1,743	-1,367	1,505	-238
호주 Prelude	633	952	319	820	-132
이라크 Zubair	575	531	-44	475	-56
이라크 Badra	1,099	543	-556	495	-48
기타	-80	-743	-663	-223	520
2022년 기타 영업이익 가산 요인 (3)	3,700		-3,700		0
발전사 원료비 반영차액 정산 가산(4Q22)	2,900		-2,900		0
민간사 대영물량 가산(4Q22)	663		-663		0
기타	137		-137		0
2023년 기타 영업이익 차감요인 (4)		-7,181	-7,181		7,181
4Q22 반영했던 발전사 원료비 반영차액 정산 차감(1Q23)		-2,900	-2,900		2,900
4Q22 민간사 대영물량 회수에 따른 도매공급 비용 차감(1Q23)		-663	-663		663
1Q22 반영했던 탱크 소송 배상금 요금기저 차감(1Q23)		-1,500	-1,500		1,500
취약계층 요금인하, 스포츠클럽 비용 등 사회적 배려(2Q23~4Q23)		-2,118	-2,118		2,118
영업이익 [2022년 = (1)+(2)+(3), 2023년 = (1)+(2)+(4)]	24,634	15,534	-9,099	23,787	8,253

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표6 한국가스공사 가스도입 및 판매 매출 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
가스도입 및 판매 ① + ②	49,313	42,208	38,003	37,242	38,260
yoy(%)	91.0	-14.4	-10.0	-2.0	2.7
매출 대비(%)	95.3	94.7	94.2	93.8	93.7
총판매량(천톤)	38,397	34,642	35,456	36,892	38,281
yoy(%)	4.0	-9.8	2.3	4.0	3.8
평균 판매단가(천원/톤)	1,284	1,218	1,072	1,010	999
yoy(%)	83.6	-5.1	-12.0	-5.8	-1.0
평균 원재료단가 대비(%)	108.8	106.6	110.7	111.8	112.5
평균 원재료단가(천원/톤)	1,180	1,143	968	903	889
yoy(%)	94.9	-3.1	-15.3	-6.7	-1.6
발전용 ①	28,890	22,920	18,839	18,685	19,661
yoy(%)	127.2	-20.7	-17.8	-0.8	5.2
가스도입 및 판매 매출 대비(%)	58.6	54.3	49.6	50.2	51.4
판매량(천톤)	18,565	16,314	16,525	17,610	18,650
yoy(%)	5.6	-12.1	1.3	6.6	5.9
평균 판매단가(천원/톤)	1,556	1,405	1,140	1,061	1,054
yoy(%)	115.2	-9.7	-18.9	-6.9	-0.6
평균 원재료단가 대비(%)	131.9	122.9	117.8	117.6	118.6
평균 원재료단가(천원/톤)	1,180	1,143	968	903	889
yoy(%)	94.9	-3.1	-15.3	-6.7	-1.6
도시가스용 ②	20,423	19,288	19,164	18,557	18,599
yoy(%)	55.8	-5.6	-0.6	-3.2	0.2
가스도입 및 판매 매출 대비(%)	41.4	45.7	50.4	49.8	48.6
판매량(천톤)	19,832	18,328	18,931	19,282	19,631
yoy(%)	2.6	-7.6	3.3	1.9	1.8
평균 판매단가(천원/톤)	1,030	1,052	1,012	962	947
yoy(%)	51.9	2.2	-3.8	-4.9	-1.6
평균 원재료단가 대비(%)	87.3	92.1	104.6	106.6	106.6
평균 원재료단가(천원/톤)	1,180	1,143	968	903	889
yoy(%)	94.9	-3.1	-15.3	-6.7	-1.6

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

표7 한국가스공사 가스원재료비 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
가스원재료비	45,306	39,592	34,318	33,299	34,017
yoy(%)	102.8	-12.6	-13.3	-3.0	2.2
매출 대비(%)	87.6	88.9	85.0	83.9	83.3
매출원가 대비(%)	92.8	92.9	91.3	90.6	90.3
판매량(천톤)	38,397	34,642	35,456	36,892	38,281
yoy(%)	4.0	-9.8	2.3	4.0	3.8
평균 원재료단가(천원/톤)	1,180	1,143	968	903	889
yoy(%)	94.9	-3.1	-15.3	-6.7	-1.6
평균 판매단가 대비(%)	91.9	93.8	90.3	89.4	88.9
평균 판매단가(천원/톤)	1,284	1,218	1,072	1,010	999

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

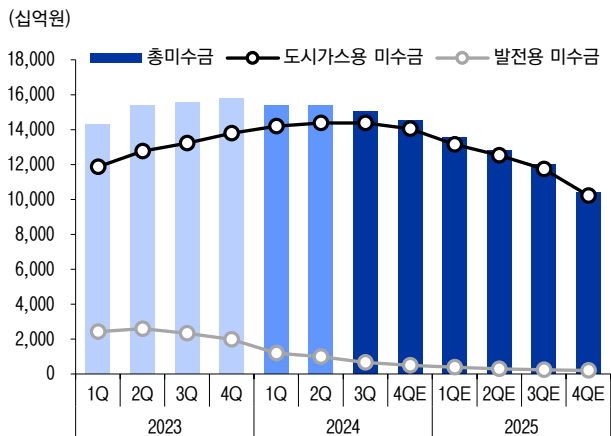
표8 한국가스공사 천연가스 판매요금 미수금 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
판매요금 미수금 잔액(십억원)	14,292	15,356	15,543	15,766	15,396	15,365	15,048	14,536	13,523	12,818	11,981	10,420
qoq(%)	18.9	7.4	1.2	1.4	-2.3	-0.2	-2.1	-3.4	-7.0	-5.2	-6.5	-13.0
발전용 잔액(십억원)	2,425	2,595	2,321	1,979	1,196	993	669	492	379	299	242	201
qoq(%)	-20.0	7.0	-10.6	-14.7	-39.6	-17.0	-32.6	-26.5	-23.0	-21.0	-19.0	-17.0
비중(%)	17.0	16.9	14.9	12.6	7.8	6.5	4.4	3.4	2.8	2.3	2.0	1.9
도시가스용 잔액(십억원)	11,867	12,761	13,222	13,787	14,200	14,372	14,379	14,044	13,144	12,519	11,738	10,219
qoq(%)	32.0	7.5	3.6	4.3	3.0	1.2	0.1	-2.3	-6.4	-4.8	-6.2	-12.9
비중(%)	83.0	83.1	85.1	87.4	92.2	93.5	95.6	96.6	97.2	97.7	98.0	98.1
판매요금 미수금 qoq(십억원)	2,271	1,064	187	223	-370	-31	-316	-513	-1,013	-705	-837	-1,560
발전용 qoq(십억원)	-607	170	-274	-342	-783	-203	-324	-177	-113	-80	-57	-41
도시가스용 qoq(십억원)	2,878	894	461	565	413	172	7	-335	-899	-626	-780	-1,519
판매량(천톤)	6,742	3,238	2,691	5,657	7,111	3,336	2,742	5,742	7,182	3,413	2,819	5,868
평균 판매단가(천원/톤)	1,188	954	953	994	993	971	1,008	1,062	1,002	940	963	927
평균 수취단가(천원/톤)	761	678	781	894	935	920	1,005	1,120	1,127	1,124	1,240	1,185
평균 판매단가 대비	64.1	71.1	82.0	90.0	94.2	94.7	99.7	105.5	112.5	119.5	128.8	127.9

주: K-IFRS 연결기준

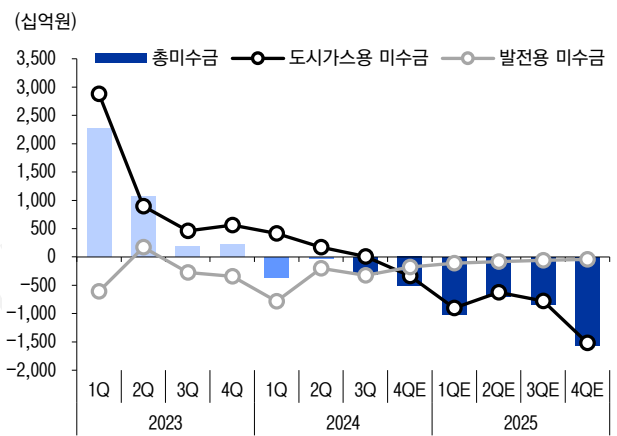
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림1 판매요금 미수금 잔액 추이 (분기)



자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림2 판매요금 미수금 발생/회수 추이 (분기)



자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

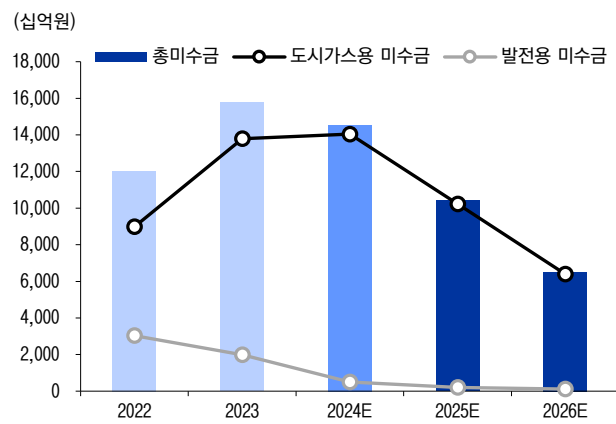
표9 한국가스공사 천연가스 판매요금 미수금 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
판매요금 미수금(십억원)	12,021	15,766	14,536	10,420	6,507
yoy(%)	310.3	31.2	-7.8	-28.3	-37.6
발전용 미수금 잔액(십억원)	3,032	1,979	492	201	115
yoy(%)	338.6	-34.7	-75.2	-59.1	-42.8
비중(%)	25.2	12.6	3.4	1.9	1.8
도시가스용 미수금 잔액(십억원)	8,989	13,787	14,044	10,219	6,392
yoy(%)	301.5	53.4	1.9	-27.2	-37.4
비중(%)	74.8	87.4	96.6	98.1	98.2
판매요금 미수금 yoy(십억원)	9,091	3,745	-1,230	-4,115	-3,913
발전용 미수금 yoy(십억원)	2,341	-1,053	-1,487	-291	-86
도시가스용 미수금 yoy(십억원)	6,750	4,798	257	-3,825	-3,827
판매량(천톤)	19,832	18,328	18,931	19,282	19,631
평균 판매단가(천원/톤)	1,030	1,052	1,012	962	947
평균 수취단가(천원/톤)	689	791	999	1,161	1,142
평균 판매단가 대비	66.9	75.1	98.7	120.6	120.6

주: K-IFRS 연결기준

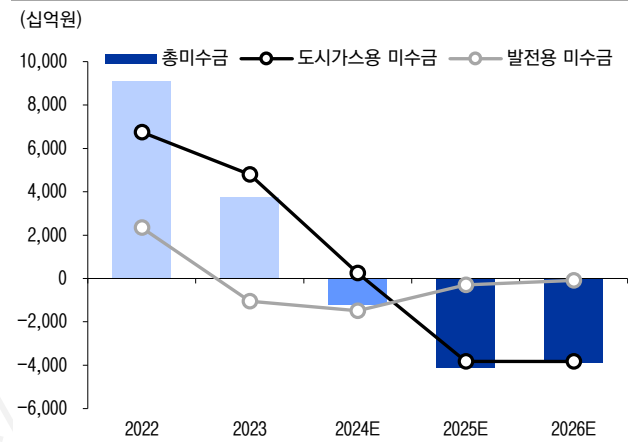
자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림3 판매요금 미수금 잔액 추이 (연간)



자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림4 판매요금 미수금 발생/회수 추이 (연간)



자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

그림5 분기평균 판매단가, 원재료단가 추이

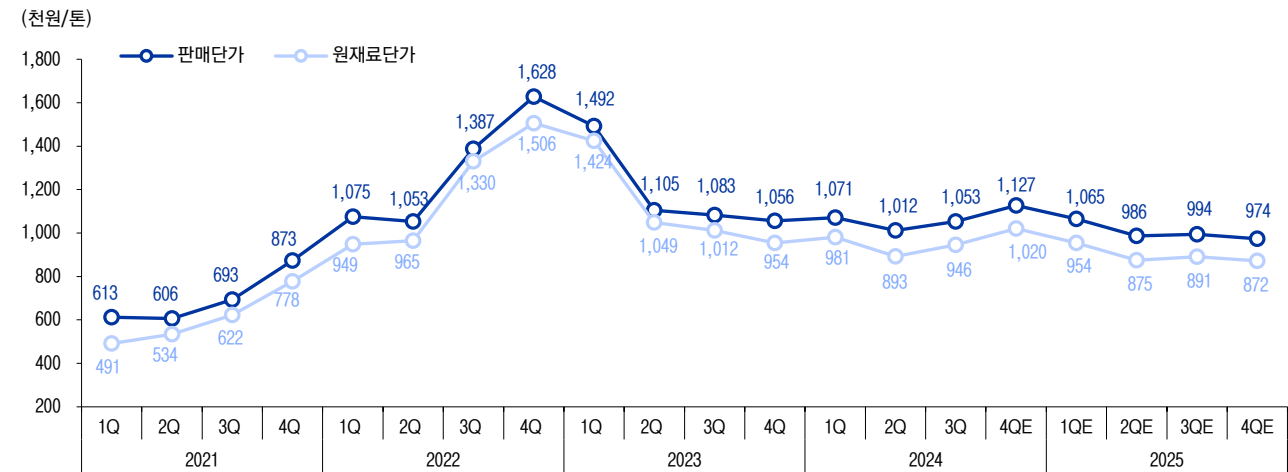


그림6 유가 추이

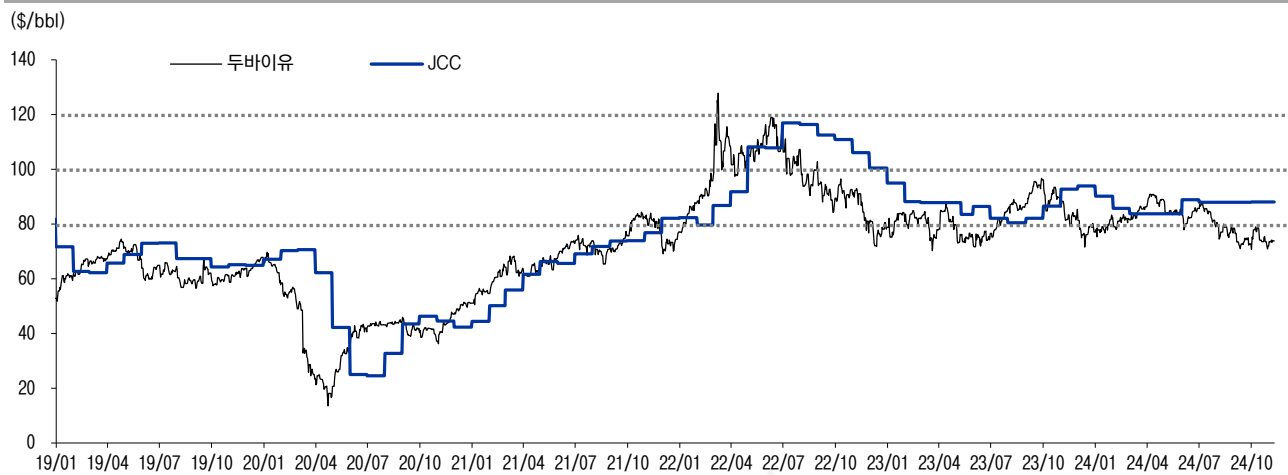
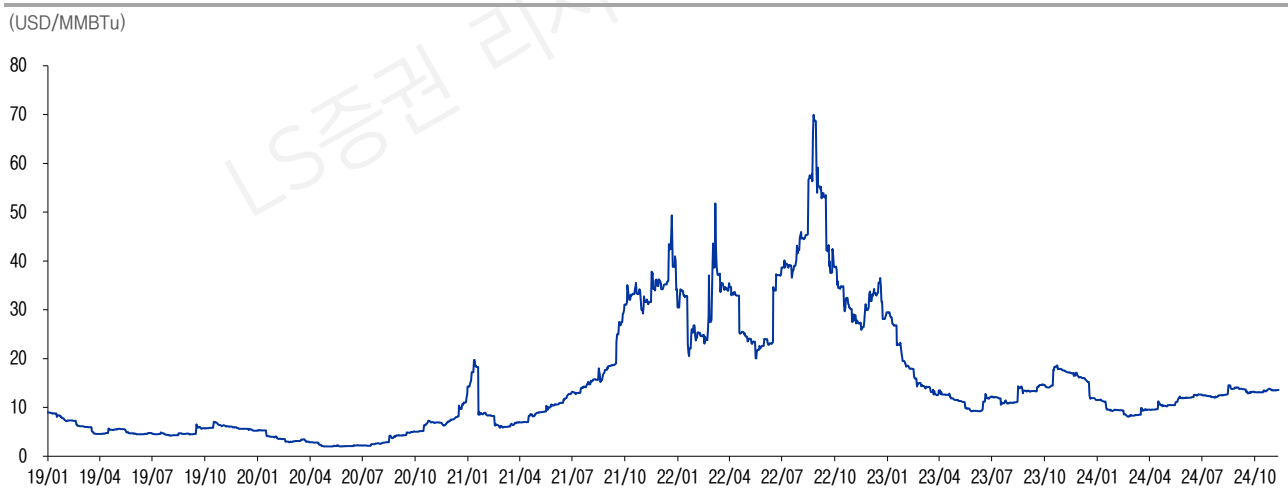


그림7 LNG 가격 추이(JKM) 참조



Valuation

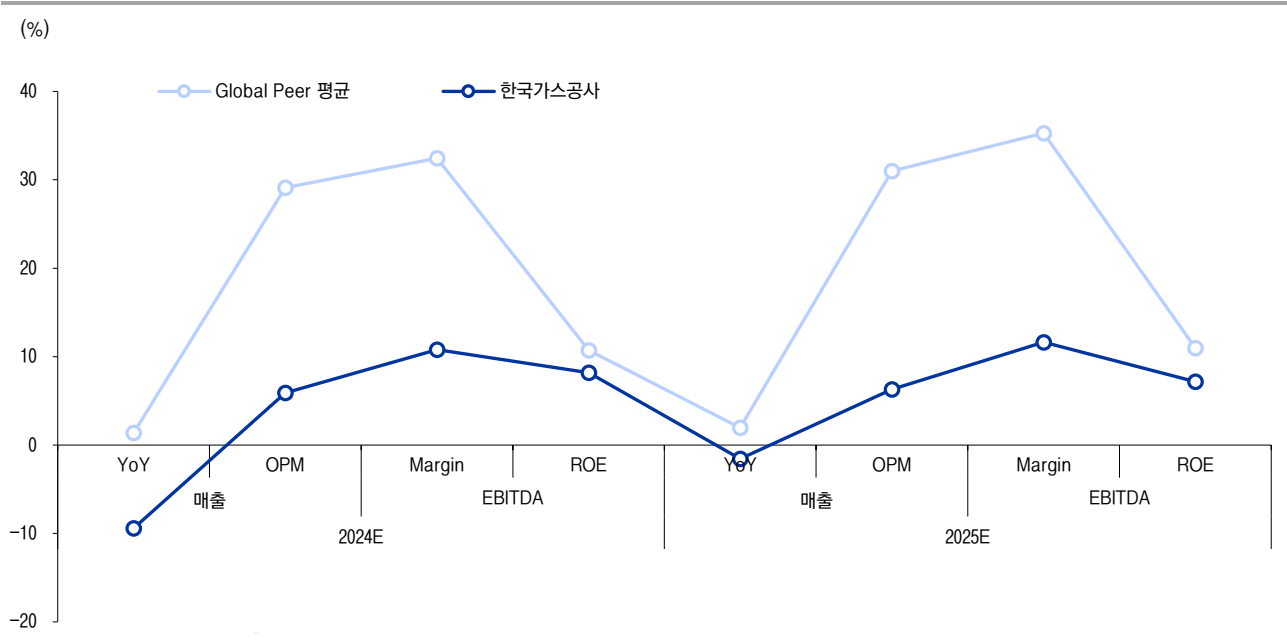
상대평가 With Global Peer

표10 펀드멘털 지표 비교 (한국가스공사 vs Global Peer)

(%)	2024E				2025E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
Enbridge(캐나다)	0.8	29.4	41.4	10.5	-12.9	35.9	50.7	11.1
Snam(이탈리아)	-5.6	42.8	9.1	15.4	4.8	42.1	9.2	15.0
Atmos Energy(미국)	4.2	31.6	47.2	8.5	7.3	33.3	49.6	8.4
Hong Kong & China Gas(홍콩)	1.6	15.7	21.4	10.4	4.3	15.7	21.8	11.1
NiSource(미국)	5.9	26.1	43.1	8.6	6.1	27.8	45.1	9.3
Average	1.4	29.1	32.5	10.7	1.9	31.0	35.3	11.0
한국가스공사	-9.4	5.9	10.8	8.2	-1.6	6.3	11.6	7.2

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림8 펀드멘털 지표 비교 (Global Peer vs 한국가스공사)



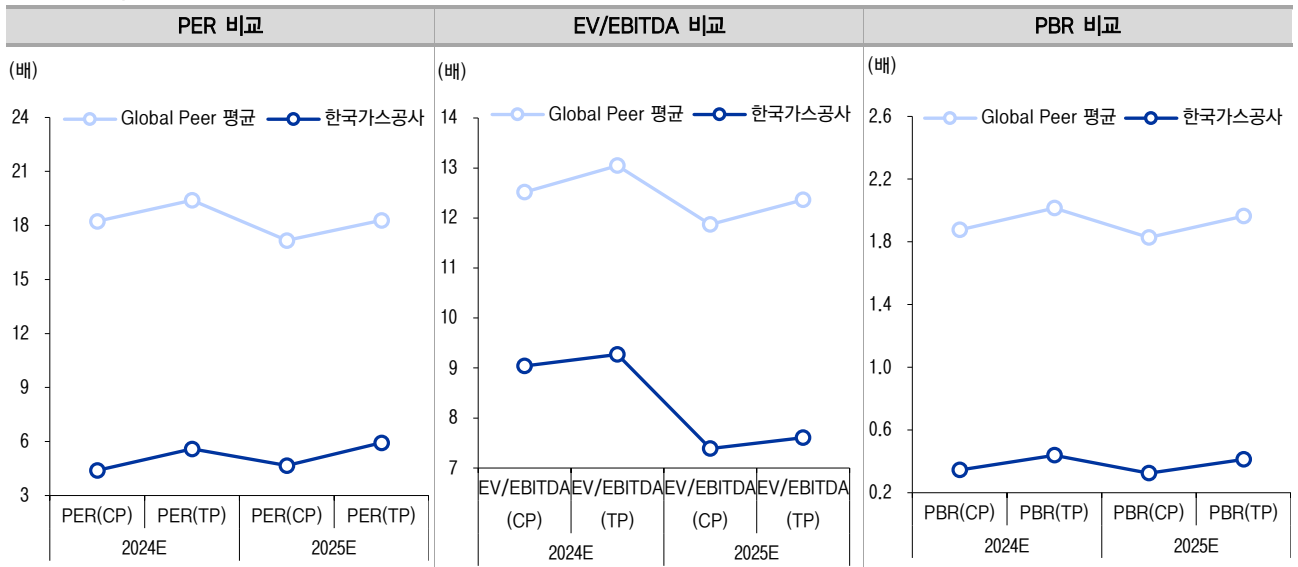
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표11 상대평가 Valuation 지표 비교 (한국가스공사 vs Global Peer)

(각국 통화, 배, %)	2024E				2025E			
	PER		PBR		PER		PBR	
	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)
Enbridge(캐나다)	20.8	20.6	2.1	2.1	19.3	19.1	2.1	2.1
Snam(이탈리아)	11.4	13.7	1.7	2.1	11.3	13.5	1.7	2.0
Atmos Energy(미국)	20.2	20.7	1.7	1.7	18.8	19.2	1.6	1.6
Hong Kong & China Gas(홍콩)	18.0	20.2	1.9	2.1	17.1	19.2	1.9	2.1
NiSource(미국)	20.7	21.8	1.9	2.0	19.4	20.4	1.9	1.9
Average	18.2	19.4	1.9	2.0	17.2	18.3	1.8	2.0
한국가스공사	5.1	6.8	0.4	0.5	5.4	7.2	0.4	0.5
할증 or 할인 (%)	-72.0	-64.9	-78.7	-73.5	-68.5	-60.6	-79.4	-74.4

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

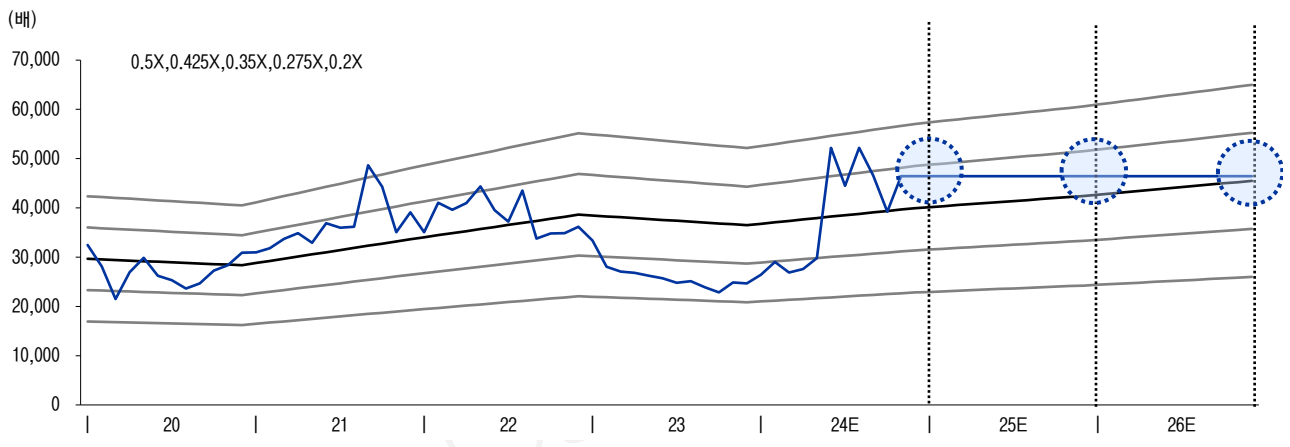
그림9 Multiple 지표 비교(한국가스공사 vs Global Peer)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

상대평가 With 자체 Multiple Band

그림10 한국가스공사 PBR Band Chart



자료: LS증권 리서치센터

Valuation Table & 목표주가 변동내역

표12 한국가스공사 Valuation Table

PER 방식	값	PBR 방식	값
2025E 지배주주 EPS(원)	8,595	2025E 지배주주 BPS(원)	123,383
적용 PER(배)	7.21	적용 PBR(배)	0.50
목표주가(원)	62,000	목표주가(원)	62,000
주식수(주)	92,313,000	주식수(주)	92,313,000
목표시총(십억원)	5,723	목표시총(십억원)	5,723

자료: LS증권 리서치센터

표13 한국가스공사 목표주가 변동

(십억원, 원, 배, %)	2025E 지배주주 BPS(원)	PBR(배)	목표주가(원)	목표시총(십억원)
종전	123,383	0.41	51,000	4,708
신규	123,383	0.50	62,000	5,723
변경률(%)	0.0	21.6	21.6	21.6

자료: LS증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	25,092	17,430	15,938	14,792	14,109
현금및현금성자산	813	781	867	952	1,035
유동금융자산	149	52	58	63	69
매출채권및기타채권	12,122	7,038	6,506	6,422	6,571
기타	12,008	9,560	8,506	7,355	6,433
비유동자산	37,333	39,824	39,616	36,158	32,149
유무형자산	25,000	23,904	23,720	23,418	22,356
금융/투자자산	2,694	2,758	2,892	3,028	3,210
기타	9,640	13,162	13,004	9,712	6,583
자산총계	62,425	57,255	55,554	50,950	46,258
유동부채	30,635	22,566	21,084	18,630	16,110
매입채무및기타채무	3,729	4,189	3,873	3,823	3,911
유동금융부채	26,313	17,933	16,807	14,411	11,801
기타	593	444	404	397	397
비유동부채	21,380	24,862	23,734	20,930	17,948
비유동금융부채	17,318	21,060	19,738	16,923	13,859
기타	4,062	3,802	3,995	4,006	4,090
부채총계	52,014	47,429	44,818	39,560	34,058
지배회지분	10,187	9,627	10,536	11,190	11,999
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금및기타	2,249	2,487	2,512	2,536	2,564
이익잉여금	7,476	6,679	7,563	8,193	8,974
비지배회사지분	224	199	199	200	200
자본총계	10,411	9,826	10,736	11,390	12,200

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-14,581	5,886	4,073	3,926	3,946
영업 창출 현금	-13,822	7,352	5,720	5,608	5,765
당기순이익	1,497	-747	842	794	934
조정사항	3,369	4,519	2,462	3,296	3,845
D&A	1,751	1,887	1,974	2,110	2,257
법인세비용	448	-114	216	239	284
이자비용	965	1,676	1,526	1,536	1,637
이자수익	-71	-115	-77	-46	-56
기타	275	1,185	-1,178	-543	-277
자산,부채 증감	-18,687	3,581	2,416	1,517	985
법인세,이자,배당금	-759	-1,467	-1,647	-1,682	-1,819
투자활동 현금흐름	-974	-1,334	-1,530	1,585	2,015
금융자산 증감	42	-17	-21	-21	-20
유무형자산 증감	-1,200	-1,363	-1,790	-1,808	-1,195
기타	184	46	281	3,413	3,229
재무활동 현금흐름	15,802	-4,587	-2,456	-5,426	-5,877
금융부채 증감	16,083	-4,625	-2,448	-5,212	-5,674
신종자본증권 증감	-7	-7	0	0	0
배당금 지급	-240	-8	-8	-215	-204
기타	-34	53	0	0	1
총현금흐름	247	-36	87	85	83
기초현금및현금성자산	565	813	781	867	952
외화현금 환율 효과	1	3	0	0	0
기말현금및현금성자산	813	781	867	952	1,035

자료: 한국가스공사, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	51,724	44,556	40,351	39,697	40,850
매출원가	48,828	42,599	37,571	36,759	37,670
매출총이익	2,896	1,957	2,780	2,939	3,180
판관비	433	404	401	440	494
영업이익	2,463	1,553	2,379	2,498	2,685
유무형자산상각비	1,728	1,864	1,974	2,110	2,257
EBITDA	4,192	3,418	4,353	4,608	4,942
기타수익	239	36	99	85	95
기타비용	95	196	134	124	137
기타손익	-188	-766	-28	-76	-49
금융수익	2,675	1,438	1,097	1,774	1,885
금융비용	3,503	3,031	2,574	3,341	3,502
관계/공동기업손익	354	105	220	217	240
세전이익	1,945	-862	1,058	1,033	1,218
법인세비용	448	-114	216	239	284
당기순이익	1,497	-747	842	794	934
지배주주순이익	1,493	-761	841	793	933
Profitability(%)					
영업이익률	4.8	3.5	5.9	6.3	6.6
EBITDA Margin	8.1	7.7	10.8	11.6	12.1
당기순이익률	2.9	-1.7	2.1	2.0	2.3
ROA	2.8	-1.3	1.5	1.5	1.9
ROE	15.3	-7.5	8.2	7.2	7.9
ROIC	4.8	2.3	4.5	4.4	5.3

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Valuation(배)					
P/E(지배주주)	2.2	N/A	5.1	5.4	4.6
P/B	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	11.0	11.8	9.2	7.5	5.8
P/CF	0.7	0.6	1.3	1.0	0.9
Per Share Data(원)					
EPS(지배주주)	16,174	-8,246	9,110	8,595	10,107
BPS	112,777	106,443	116,299	123,383	132,155
CPS	52,709	40,855	35,786	44,308	51,774
DPS	0	0	2,404	2,268	2,667
Growth(%)					
매출액	87.9	-13.9	-9.4	-1.6	2.9
영업이익	98.7	-36.9	53.1	5.0	7.5
EPS(지배주주)	57.0	적전	흑전	-5.6	17.6
총자산	42.9	-8.3	-3.0	-8.3	-9.2
자기자본	14.2	-5.6	9.3	6.1	7.1
Stability(%배)					
부채비율	499.6	482.7	417.5	347.3	279.2
유동비율	81.9	77.2	75.6	79.4	87.6
자기자본비율	16.7	17.2	19.3	22.4	26.4
영업이익/금융비용(x)	0.7	0.5	0.9	0.7	0.8
이자보상배율(x)	3.0	0.5	1.7	1.7	1.7
총차입금(십억원)	43,631	38,994	36,546	31,334	25,660
순차입금(십억원)	42,669	38,161	35,621	30,319	24,556

한국전력(015760): 25-26년 추가 요금인상, 26년 배당 재개

실적 전망

표 14 한국전력 실적 전망 (분기)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	21,594	19,622	24,470	22,533	23,293	20,474	26,103	24,417	25,880	24,020	29,181	27,461
전기판매(연결)	20,259	18,362	23,164	21,170	22,165	19,541	25,022	23,375	24,797	23,026	28,111	26,347
전기판매(검침)	20,982	18,438	23,292	20,714	22,800	19,738	25,042	22,874	25,505	23,258	28,133	25,785
산업용	10,994	10,332	11,780	11,556	12,080	11,138	12,391	13,230	14,229	14,142	15,125	15,463
일반용	5,697	4,635	6,599	5,242	6,099	4,907	6,965	5,398	6,315	5,116	7,274	5,746
주택용	2,949	2,597	3,924	2,862	3,220	2,757	4,612	3,106	3,466	2,988	4,577	3,348
기타	1,342	873	989	1,055	1,401	936	1,074	1,139	1,495	1,012	1,157	1,229
연결/기타 조정	-723	-76	-128	456	-635	-198	-19	501	-707	-232	-22	562
기타	1,335	1,261	1,306	1,363	1,128	933	1,081	1,043	1,083	994	1,070	1,114
영업비용	27,772	21,895	22,473	20,621	21,993	19,223	22,707	22,612	22,827	21,601	24,848	25,200
매출 대비 비중(%)	128.6	111.6	91.8	91.5	94.4	93.9	87.0	92.6	88.2	89.9	85.2	91.8
연료비	9,083	6,049	6,542	5,305	6,160	4,756	6,725	6,286	6,181	5,098	6,645	6,065
석탄	4,214	3,418	3,568	2,730	2,959	2,266	3,249	2,982	3,118	2,535	3,518	3,051
LNG/유류	4,327	2,234	2,499	1,940	2,423	1,849	2,723	2,536	2,287	1,906	2,290	2,197
원자력/기타	542	397	475	634	779	642	753	768	776	657	836	817
전력구입비	12,171	8,918	9,255	7,960	9,203	7,970	9,647	8,203	9,702	8,874	10,329	9,852
유무형자산상각비	3,248	3,249	3,343	3,187	3,552	3,470	3,595	3,397	3,652	3,575	3,693	3,505
기타	3,269	3,679	3,333	4,169	3,079	3,028	2,741	4,726	3,292	4,054	4,181	5,778
영업이익	-6,178	-2,272	1,997	1,912	1,299	1,250	3,396	1,805	3,053	2,419	4,333	2,261
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.2	8.5	5.6	6.1	13.0	7.4	11.8	10.1	14.8	8.2
EBITDA	-2,929	977	5,340	5,099	4,851	4,720	6,991	5,202	6,706	5,994	8,027	5,766
EBITDA Margin(%)	-13.6	5.0	21.8	22.6	20.8	23.1	26.8	21.3	25.9	25.0	27.5	21.0
세전이익	-6,855	-2,955	1,247	1,009	738	349	2,977	856	2,271	1,613	3,862	1,332
세전이익률(%)	-31.7	-15.1	5.1	4.5	3.2	1.7	11.4	3.5	8.8	6.7	13.2	4.9
지배주주순이익	-4,947	-1,903	794	1,233	561	65	1,849	660	1,824	1,114	2,723	935
순이익률(%)	-22.9	-9.7	3.2	5.5	2.4	0.3	7.1	2.7	7.0	4.6	9.3	3.4
qoq(%)												
매출액	10.8	-9.1	24.7	-7.9	3.4	-12.1	27.5	-6.5	6.0	-7.2	21.5	-5.9
영업이익	적지	적지	흑전	-4.2	-32.0	-3.8	171.6	-46.8	69.2	-20.8	79.2	-47.8
세전이익	적지	적지	흑전	-19.1	-26.9	-52.7	752.8	-71.2	165.3	-29.0	139.4	-65.5
지배주주순이익	적지	적지	흑전	55.3	-54.5	-88.4	2,741.3	-64.3	176.3	-38.9	144.4	-65.6
yoy(%)												
매출액	31.2	26.4	23.8	15.6	7.9	4.3	6.7	8.4	11.1	17.3	11.8	12.5
영업이익	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	70.1	-5.6	135.0	93.4	27.6	25.2
세전이익	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	138.6	-15.1	207.8	362.1	29.7	55.6
지배주주순이익	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	132.9	-46.4	224.9	1,611.6	47.2	41.7

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표15 한국전력 전기판매수의 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
전기판매(연결) ①+②	20,259	18,362	23,164	21,170	22,165	19,541	25,022	23,375	24,797	23,026	28,111	26,347
yoy(%)	31.7	30.3	25.3	16.1	9.4	6.4	8.0	10.4	11.9	17.8	12.3	12.7
매출 대비(%)	93.8	93.6	94.7	94.0	95.2	95.4	95.9	95.7	95.8	95.9	96.3	95.9
전기판매(검침) ①	20,982	18,438	23,292	20,714	22,800	19,738	25,042	22,874	25,505	23,258	28,133	25,785
yoy(%)	32.7	29.5	26.7	17.7	8.7	7.1	7.5	10.4	11.9	17.8	12.3	12.7
총판매량	143,210	126,736	145,147	130,872	141,696	126,787	149,900	131,606	142,909	128,385	149,602	133,629
yoy(%)	0.0	-1.7	0.8	-0.7	-1.1	0.0	3.3	0.6	0.9	1.3	-0.2	1.5
평균 판매단가	146.5	145.5	160.5	158.3	160.9	155.7	167.1	173.8	178.5	181.2	188.1	193.0
yoy(%)	32.7	31.8	25.7	18.5	9.8	7.0	4.1	9.8	10.9	16.4	12.6	11.0
산업용	10,994	10,332	11,780	11,556	12,080	11,138	12,391	13,230	14,229	14,142	15,125	15,463
yoy(%)	35.7	31.0	26.7	17.4	9.9	7.8	5.2	14.5	17.8	27.0	22.1	16.9
비중(%)	52.4	56.0	50.6	55.8	53.0	56.4	49.5	57.8	55.8	60.8	53.8	60.0
판매량	74,153	71,130	74,046	71,226	72,641	70,086	73,199	70,728	72,859	70,647	74,004	71,647
yoy	-1.1	-2.8	-1.5	-2.1	-2.0	-1.5	-1.1	-0.7	0.3	0.8	1.1	1.3
총판매량 대비(%)	51.8	56.1	51.0	54.4	51.3	55.3	48.8	53.7	51.0	55.0	49.5	53.6
평균 판매단가	148.3	145.3	159.1	162.2	166.3	158.9	169.3	187.1	195.3	200.2	204.4	215.8
yoy(%)	37.2	34.8	28.6	19.9	12.2	9.4	6.4	15.3	17.4	26.0	20.7	15.4
일반용	5,697	4,635	6,599	5,242	6,099	4,907	6,965	5,398	6,315	5,116	7,274	5,746
yoy(%)	31.4	27.7	24.9	18.0	7.1	5.9	5.5	3.0	3.5	4.2	4.4	6.4
비중(%)	27.2	25.1	28.3	25.3	26.8	24.9	27.8	23.6	24.8	22.0	25.9	22.3
판매량	34,965	28,657	36,804	30,419	35,163	29,432	39,033	31,027	35,656	29,932	39,228	31,616
yoy(%)	4.6	1.0	3.2	2.2	0.6	2.7	6.1	2.0	1.4	1.7	0.5	1.9
총판매량 대비(%)	24.4	22.6	25.4	23.2	24.8	23.2	26.0	23.6	24.9	23.3	26.2	23.7
평균 판매단가	162.9	161.7	179.3	172.3	173.5	166.7	178.4	174.0	177.1	170.9	185.4	181.7
yoy(%)	25.5	26.4	21.0	15.4	6.5	3.1	-0.5	1.0	2.1	2.5	3.9	4.5
주택용	2,949	2,597	3,924	2,862	3,220	2,757	4,612	3,106	3,466	2,988	4,577	3,348
yoy(%)	24.7	26.8	29.7	19.8	9.2	6.2	17.5	8.5	7.6	8.4	-0.7	7.8
비중(%)	14.1	14.1	16.8	13.8	14.1	14.0	18.4	13.6	13.6	12.8	16.3	13.0
판매량	20,240	18,108	24,933	19,068	20,718	18,437	27,804	19,468	21,049	18,824	26,358	19,857
yoy(%)	-0.7	0.3	4.3	2.2	2.4	1.8	11.5	2.1	1.6	2.1	-5.2	2.0
총판매량 대비(%)	14.1	14.3	17.2	14.6	14.6	14.5	18.5	14.8	14.7	14.7	17.6	14.9
평균 판매단가	145.7	143.4	157.4	150.1	155.4	149.5	165.9	159.6	164.7	158.7	173.7	168.6
yoy(%)	25.5	26.5	24.4	17.2	6.7	4.3	5.4	6.3	5.9	6.2	4.7	5.7
기타	1,342	873	989	1,055	1,401	936	1,074	1,139	1,495	1,012	1,157	1,229
yoy(%)	33.4	29.3	26.9	14.1	4.4	7.2	8.6	8.0	6.7	8.1	7.7	7.8
비중(%)	6.4	4.7	4.2	5.1	6.1	4.7	4.3	5.0	5.9	4.4	4.1	4.8
판매량	13,852	8,841	9,365	10,160	13,174	8,832	9,864	10,383	13,345	8,982	10,012	10,508
yoy(%)	-3.9	-5.4	0.5	-4.5	-4.9	-0.1	5.3	2.2	1.3	1.7	1.5	1.2
총판매량 대비(%)	9.7	7.0	6.5	7.8	9.3	7.0	6.6	7.9	9.3	7.0	6.7	7.9
평균 판매단가	96.9	98.8	105.6	103.8	106.3	106.0	108.9	109.7	112.0	112.7	115.5	116.9
yoy(%)	38.8	36.7	26.2	19.5	9.8	7.4	3.1	5.7	5.4	6.3	6.1	6.5
연결/기타조정 ②	-723	-76	-128	456	-635	-198	-19	501	-707	-232	-22	562
전기판매(검침) 대비(%)	-3.4	-0.4	-0.5	2.2	-2.8	-1.0	-0.1	2.2	-2.8	-1.0	-0.1	2.2

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 판매량 단위는 GWh, 판매단가 단위는 KRW/KWh

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표16 한국전력 발전자회사 발전연료비 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
연료비	9,083	6,049	6,542	5,305	6,160	4,756	6,725	6,286	6,181	5,098	6,645	6,065
yoy(%)	18.8	-14.6	-31.9	-48.7	-32.2	-21.4	2.8	18.5	0.3	7.2	-1.2	-3.5
매출 대비(%)	42.1	30.8	26.7	23.5	26.4	23.2	25.8	25.7	23.9	21.2	22.8	22.1
영업비용 대비(%)	32.7	27.6	29.1	25.7	28.0	24.7	29.6	27.8	27.1	23.6	26.7	24.1
한전 계열 총발전량	99,797	88,841	105,752	97,372	97,528	89,235	110,615	99,099	101,323	91,539	110,706	100,890
yoy(%)	-3.5	-6.0	-3.0	-4.0	-2.3	0.4	4.6	1.8	3.9	2.6	0.1	1.8
총판매량 대비(%)	69.7	70.1	72.9	74.4	68.8	70.4	73.8	75.3	70.9	71.3	74.0	75.5
평균 연료단가	91.0	68.1	61.9	54.5	63.2	53.3	60.8	63.4	61.0	55.7	60.0	60.1
yoy(%)	23.1	-9.1	-29.8	-46.5	-30.6	-21.7	-1.7	16.4	-3.4	4.5	-1.3	-5.2
석탄 연료비	4,214	3,418	3,568	2,730	2,959	2,266	3,249	2,982	3,118	2,535	3,518	3,051
yoy(%)	13.1	-17.7	-37.7	-45.6	-29.8	-33.7	-8.9	9.2	5.4	11.9	8.3	2.3
연료비 대비(%)	46.4	56.5	54.5	51.5	48.0	47.6	48.3	47.4	50.4	49.7	52.9	50.3
한전 계열 발전량	38,560	33,575	42,294	36,423	36,676	29,563	43,162	36,171	36,273	30,299	39,522	34,807
yoy(%)	-6.6	-8.5	-9.4	-8.1	-4.9	-11.9	2.1	-0.7	-1.1	2.5	-8.4	-3.8
비중(%)	38.6	37.8	40.0	37.4	37.6	33.1	39.0	36.5	35.8	33.1	35.7	34.5
연료단가	109.3	101.8	84.4	75.0	80.7	76.7	75.3	82.4	86.0	83.7	89.0	87.7
yoy(%)	21.1	-10.1	-31.2	-40.7	-26.2	-24.7	-10.8	10.0	6.6	9.1	18.3	6.3
LNG/유류 연료비	4,327	2,234	2,499	1,940	2,423	1,849	2,723	2,536	2,287	1,906	2,290	2,197
yoy(%)	25.2	-10.4	-24.7	-59.3	-44.0	-17.2	8.9	30.7	-5.6	3.1	-15.9	-13.4
연료비 대비(%)	47.6	36.9	38.2	36.6	39.3	38.9	40.5	40.3	37.0	37.4	34.5	36.2
한전 계열 발전량	13,742	10,160	13,186	10,177	11,503	10,241	15,275	13,378	13,172	11,625	13,506	13,217
yoy(%)	-7.1	-16.6	3.5	-31.4	-16.3	0.8	15.8	31.5	14.5	13.5	-11.6	-1.2
비중(%)	13.8	11.4	12.5	10.5	11.8	11.5	13.8	13.5	13.0	12.7	12.2	13.1
연료단가	314.9	219.8	189.6	190.7	210.6	180.5	178.3	189.6	173.6	164.0	169.6	166.2
yoy(%)	34.8	7.4	-27.3	-40.7	-33.1	-17.9	-6.0	-0.6	-17.6	-9.2	-4.9	-12.3
원자력/기타 연료비	542	397	475	634	779	642	753	768	776	657	836	817
yoy(%)	16.2	-8.0	-15.5	15.0	43.7	61.5	58.7	21.1	-0.4	2.4	11.0	6.4
연료비 대비(%)	6.0	6.6	7.3	12.0	12.6	13.5	11.2	12.2	12.6	12.9	12.6	13.5
한전 계열 발전량	47,495	45,106	50,272	50,772	49,349	49,431	52,178	49,550	51,877	49,614	57,678	52,866
yoy(%)	0.2	-1.1	1.3	8.1	3.9	9.6	3.8	-2.4	5.1	0.4	10.5	6.7
비중(%)	47.6	50.8	47.5	52.1	50.6	55.4	47.2	50.0	51.2	54.2	52.1	52.4
연료단가	11.4	8.8	9.4	12.5	15.8	13.0	14.4	15.5	15.0	13.2	14.5	15.5
yoy(%)	16.0	-7.0	-16.6	6.4	38.3	47.4	52.9	24.1	-5.2	2.0	0.4	-0.3

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 발전량 단위는 GWh, 연료단가 단위는 KRW/KWh

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표 17 한국전력 민간발전사 전력구입비 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
전력구입비	12,171	8,918	9,255	7,960	9,203	7,970	9,647	8,203	9,702	8,874	10,329	9,852
yoy(%)	15.0	6.0	-16.5	-33.2	-24.4	-10.6	4.2	3.1	5.4	11.3	7.1	20.1
매출 대비(%)	56.4	45.4	37.8	35.3	39.5	38.9	37.0	33.6	37.5	36.9	35.4	35.9
영업비용 대비(%)	43.8	40.7	41.2	38.6	41.8	41.5	42.5	36.3	42.5	41.1	41.6	39.1
구입량 from 민간발전사	49,513	47,397	50,208	47,225	52,588	46,946	52,435	48,681	50,096	47,218	51,516	49,290
yoy(%)	1.2	8.7	10.0	3.7	6.2	-1.0	4.4	3.1	-4.7	0.6	-1.8	1.3
총구입량 대비(%)	34.3	36.0	33.4	33.9	36.2	35.7	33.4	34.7	34.3	35.5	33.4	34.7
IPP(Through KPX)	43,902	40,821	44,817	42,702	47,853	39,712	45,972	43,180	44,035	40,702	45,283	43,819
yoy(%)	-0.9	9.3	10.7	4.3	9.0	-2.7	2.6	1.1	-8.0	2.5	-1.5	1.5
민간발전사 비중(%)	88.7	86.1	89.3	90.4	91.0	84.6	87.7	88.7	87.9	86.2	87.9	88.9
PPA(Direct)	5,611	6,575	5,391	4,524	4,735	7,234	6,464	5,501	6,062	6,516	6,233	5,471
yoy(%)	20.9	4.9	4.8	-1.7	-15.6	10.0	19.9	21.6	28.0	-9.9	-3.6	-0.5
민간발전사 비중(%)	11.3	13.9	10.7	9.6	9.0	15.4	12.3	11.3	12.1	13.8	12.1	11.1
민간발전사 구입단가	245.81	188.15	184.34	168.56	175.00	169.76	183.97	168.51	193.66	187.94	200.51	199.89
yoy(%)	13.7	-2.5	-24.1	-35.5	-28.8	-9.8	-0.2	0.0	10.7	10.7	9.0	18.6
분기 평균 SMP 대비(%)	104.8	124.5	125.8	131.0	135.2	135.3	132.8	143.2	148.6	149.2	152.9	155.1
분기 평균 SMP	234.45	151.08	146.52	128.69	129.45	125.46	138.55	117.65	130.29	125.94	131.16	128.86
yoy(%)	30.9	-3.1	-23.6	-49.1	-44.8	-17.0	-5.4	-8.6	0.7	0.4	-5.3	9.5
구입량 from 발전자회사	95,026	84,382	100,111	92,211	92,680	84,628	104,528	91,610	95,957	85,790	102,724	92,757
yoy(%)	-3.4	-6.0	-2.9	-4.4	-2.5	0.3	4.4	-0.7	3.5	1.4	-1.7	1.3
총구입량 대비(%)	65.7	64.0	66.6	66.1	63.8	64.3	66.6	65.3	65.7	64.5	66.6	65.3
총전력구입량	144,539	131,779	150,319	139,436	145,269	131,573	156,963	140,292	146,053	133,007	154,240	142,047
yoy(%)	-1.9	-1.2	1.0	-1.8	0.5	-0.2	4.4	0.6	0.5	1.1	-1.7	1.3
전력판매량 대비(%)	100.9	104.0	103.6	106.5	102.5	103.8	104.7	106.6	102.2	103.6	103.1	106.3

주 1: K-IFRS 연결기준

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

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표18 한국전력 실적 전망 (연간)

(십억원, 원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	71,258	88,219	94,287	106,542	117,591
전기판매수익(연결기준)	66,199	82,955	90,103	102,282	113,058
전기판매수익(검침기준)	66,030	83,425	90,454	102,680	113,498
산업용	35,127	44,662	48,840	58,958	66,991
일반용	17,692	22,173	23,369	24,450	25,824
주택용	9,826	12,332	13,695	14,380	15,425
기타	3,384	4,259	4,550	4,893	5,259
연결/기타 조정	169	-471	-351	-399	-441
기타	5,059	5,265	4,185	4,260	4,534
영업비용	103,913	92,761	86,537	94,476	104,043
매출 대비 비중(%)	145.8	105.1	91.8	88.7	88.5
연료비	34,670	26,978	23,927	23,988	25,069
석탄	18,617	13,930	11,455	12,222	12,452
LNG/유류	14,041	11,001	9,530	8,681	9,319
원자력/기타	2,011	2,048	2,941	3,086	3,298
전력구입비	41,985	38,304	35,023	38,757	44,355
유무형자산상각비	12,457	13,028	14,014	14,426	14,799
기타	14,801	14,450	13,573	17,304	19,820
영업이익	-32,655	-4,542	7,751	12,066	13,549
영업이익률(%)	-45.8	-5.1	8.2	11.3	11.5
EBITDA	-20,198	8,486	21,765	26,492	28,347
EBITDA Margin(%)	-28.3	9.6	23.1	24.9	24.1
세전이익	-33,844	-7,554	4,920	9,078	10,644
세전이익률(%)	-47.5	-8.6	5.2	8.5	9.1
지배주주순이익	-24,467	-4,823	3,136	6,596	7,753
순이익률(%)	-34.3	-5.5	3.3	6.2	6.6
EPS(원)	-52,719	-11,767	7,663	14,140	16,580
지배주주 EPS(원)	-38,112	-7,512	4,885	10,274	12,078
yoy(%)					
매출액	17.4	23.8	6.9	13.0	10.4
영업이익	적지	적지	흑전	55.7	12.3
세전이익	적지	적지	흑전	84.5	17.3
지배주주순이익	적지	적지	흑전	110.3	17.6
지배주주 EPS	적지	적지	흑전	110.3	17.6

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표19 한국전력 전기판매수익 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
전기판매수익(연결기준) ① + ②	66,199	82,955	90,103	102,282	113,058
yoy(%)	15.5	25.3	8.6	13.5	10.5
매출 대비(%)	92.9	94.0	95.6	96.0	96.1
전기판매수익(검침기준) ①	66,030	83,425	90,454	102,680	113,498
yoy(%)	14.5	26.3	8.4	13.5	10.5
총판매량(GWh)	547,933	545,966	549,988	554,525	562,465
yoy(%)	2.7	-0.4	0.7	0.8	1.4
평균 판매단가(KRW/KWh)	120.5	152.8	164.5	185.2	201.8
yoy(%)	11.5	26.8	7.6	12.6	9.0
산업용	35,127	44,662	48,840	58,958	66,991
yoy(%)	14.3	27.1	9.4	20.7	13.6
검침기준 전기판매수익 대비(%)	53.2	53.5	54.0	57.4	59.0
판매량(GWh)	296,036	290,555	286,654	289,158	292,623
yoy(%)	1.6	-1.9	-1.3	0.9	1.2
총판매량 대비(%)	54.0	53.2	52.1	52.1	52.0
평균 판매단가(KRW/KWh)	118.7	153.7	170.4	203.9	228.9
yoy(%)	12.5	29.5	10.8	19.7	12.3
일반용	17,692	22,173	23,369	24,450	25,824
yoy(%)	15.2	25.3	5.4	4.6	5.6
검침기준 전기판매수익 대비(%)	26.8	26.6	25.8	23.8	22.8
판매량(GWh)	127,193	130,844	134,655	136,432	138,729
yoy(%)	6.4	2.9	2.9	1.3	1.7
총판매량 대비(%)	23.2	24.0	24.5	24.6	24.7
평균 판매단가(KRW/KWh)	139.1	169.5	173.5	179.2	186.1
yoy(%)	8.3	21.8	2.4	3.3	3.9
주택용	9,826	12,332	13,695	14,380	15,425
yoy(%)	12.6	25.5	11.1	5.0	7.3
검침기준 전기판매수익 대비(%)	14.9	14.8	15.1	14.0	13.6
판매량(GWh)	80,996	82,348	86,427	86,089	87,752
yoy(%)	1.4	1.7	5.0	-0.4	1.9
총판매량 대비(%)	14.8	15.1	15.7	15.5	15.6
평균 판매단가(KRW/KWh)	121.3	149.8	158.5	167.0	175.8
yoy(%)	11.1	23.4	5.8	5.4	5.2
기타	3,384	4,259	4,550	4,893	5,259
yoy(%)	18.3	25.8	6.8	7.5	7.5
검침기준 전기판매수익 대비(%)	5.1	5.1	5.0	4.8	4.6
판매량(GWh)	43,708	42,218	42,252	42,846	43,360
yoy(%)	2.5	-3.4	0.1	1.4	1.2
총판매량 대비(%)	8.0	7.7	7.7	7.7	7.7
평균 판매단가(KRW/KWh)	77.4	100.9	107.7	114.2	121.3
yoy(%)	15.4	30.3	6.8	6.0	6.2
연결/기타조정 ②	169	-471	-351	-399	-441
검침기준 전기판매수익 대비(%)	0.3	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

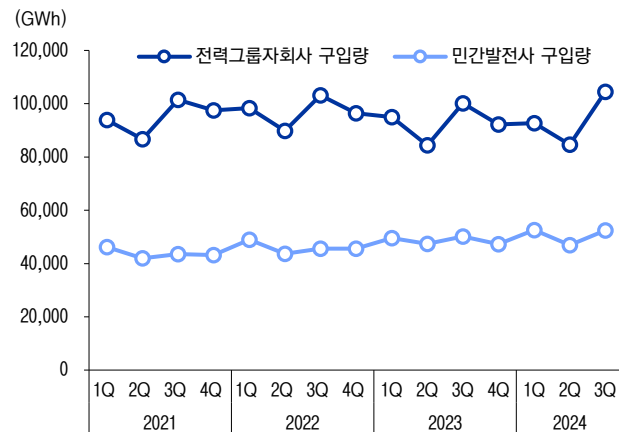
표20 한국전력 발전자회사 발전연료비 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
연료비	34,670	26,978	23,927	23,988	25,069
yoy(%)	77.9	-22.2	-11.3	0.3	4.5
매출 대비(%)	48.7	30.6	25.4	22.5	21.3
영업비용 대비(%)	33.4	29.1	27.6	25.4	24.1
한전 계열 총발전량(GWh)	408,441	391,761	396,477	404,457	411,890
yoy(%)	2.0	-4.1	1.2	2.0	1.8
총판매량 대비(%)	74.5	71.8	72.1	72.9	73.2
평균 연료단가(KRW/KWh)	84.9	68.9	60.3	59.3	60.9
yoy(%)	74.3	-18.9	-12.4	-1.7	2.6
석탄 연료비	18,617	13,930	11,455	12,222	12,452
yoy(%)	73.8	-25.2	-17.8	6.7	1.9
연료비 대비(%)	53.7	51.6	47.9	51.0	49.7
한전 계열 발전량(GWh)	164,271	150,851	145,573	140,902	134,016
yoy(%)	-4.7	-8.2	-3.5	-3.2	-4.9
비중(%)	40.2	38.5	36.7	34.8	32.5
연료단가(KRW/KWh)	113.3	92.3	78.7	86.7	92.9
yoy(%)	82.4	-18.5	-14.8	10.2	7.1
LNG/유류 연료비	14,041	11,001	9,530	8,681	9,319
yoy(%)	103.2	-21.7	-13.4	-8.9	7.4
연료비 대비(%)	40.5	40.8	39.8	36.2	37.2
한전 계열 발전량(GWh)	54,542	47,265	50,397	51,520	51,366
yoy(%)	-3.9	-13.3	6.6	2.2	-0.3
비중(%)	13.4	12.1	12.7	12.7	12.5
연료단가(KRW/KWh)	257.4	232.7	189.1	168.5	181.4
yoy(%)	111.5	-9.6	-18.8	-10.9	7.7
원자력/기타 연료비	2,011	2,048	2,941	3,086	3,298
yoy(%)	7.5	1.8	43.6	4.9	6.9
연료비 대비(%)	5.8	7.6	12.3	12.9	13.2
한전 계열 발전량(GWh)	189,628	193,645	200,507	212,035	226,508
yoy(%)	10.8	2.1	3.5	5.7	6.8
비중(%)	46.4	49.4	50.6	52.4	55.0
연료단가(KRW/KWh)	10.6	10.6	14.7	14.6	14.6
yoy(%)	-2.9	-0.3	38.7	-0.8	0.0

주: K-IFRS 연결기준

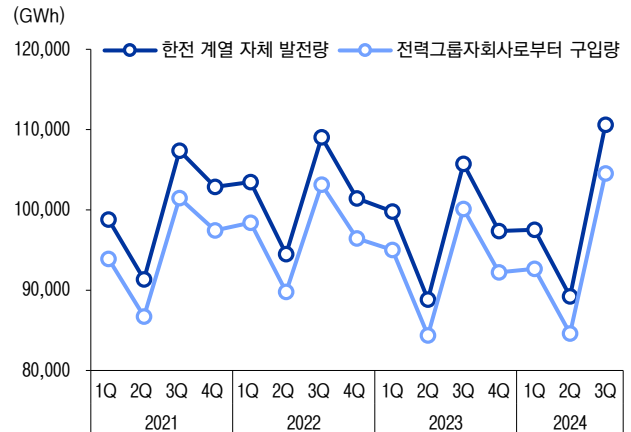
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림13 전력그룹자회사 구입량 vs 민간발전사 구입량



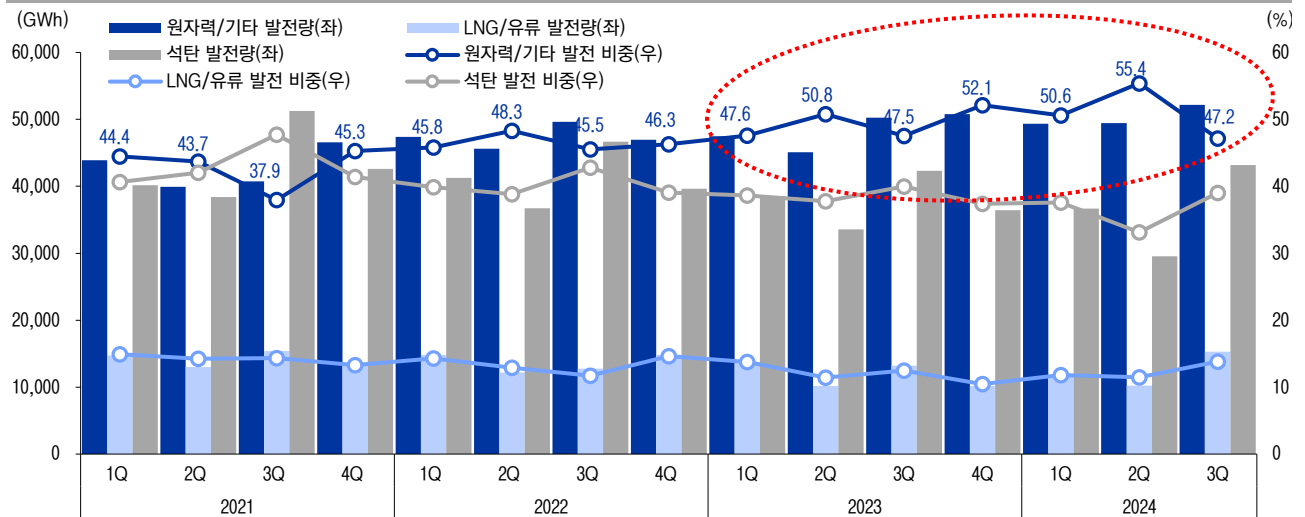
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림14 전력그룹자회사 발전량 vs 구입량 from



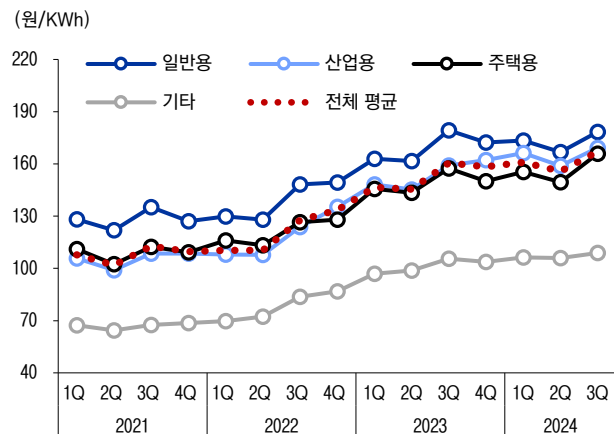
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림15 전력그룹자회사 연료별 발전량 & 발전 비중 추이(특히, 원자력 발전 비중 추이 주목)



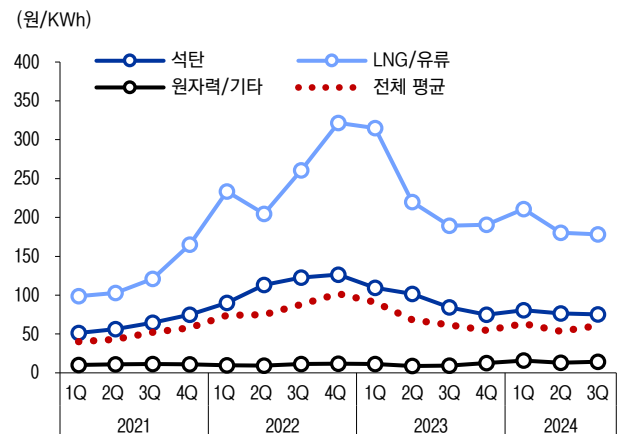
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림16 전력 평균 판매단가 추이



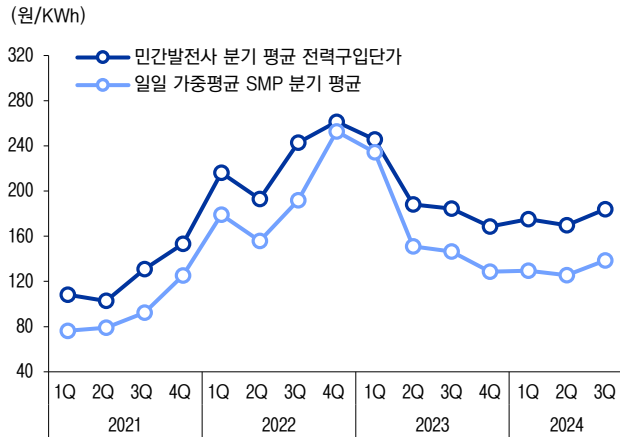
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림17 평균 연료단가 추이



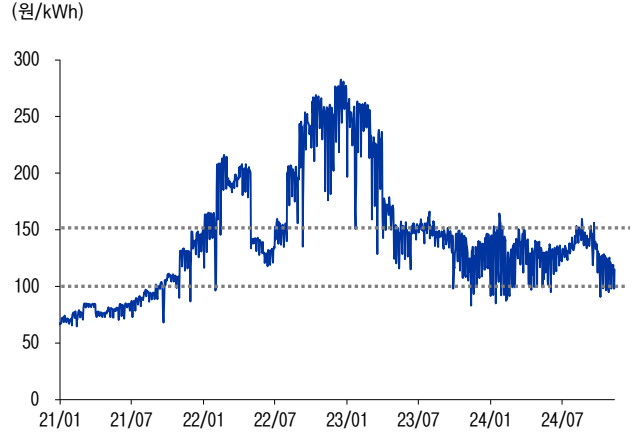
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림18 민간발전사 평균 전력구입단가 vs SMP 분기 평균



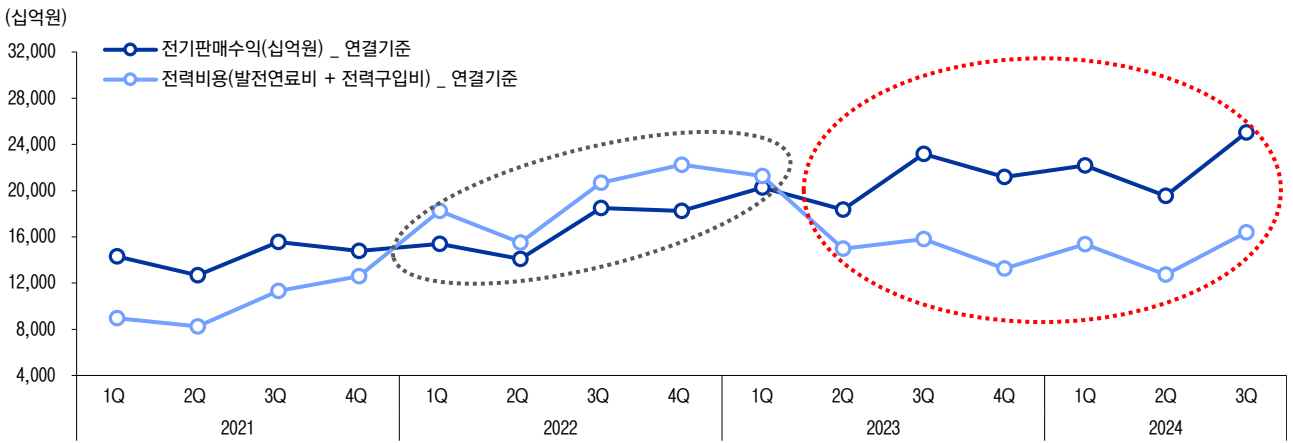
자료: 한국전력, KPX, LS증권 리서치센터

그림19 일일 가중평균 SMP 일별 추이



자료: KPX, LS증권 리서치센터

그림20 전기판매수익 VS 전력관련원가(발전연료비 + 전력구입비) 추이 비교



자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림21 유가, 석탄 가격, LNG 가격 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Valuation

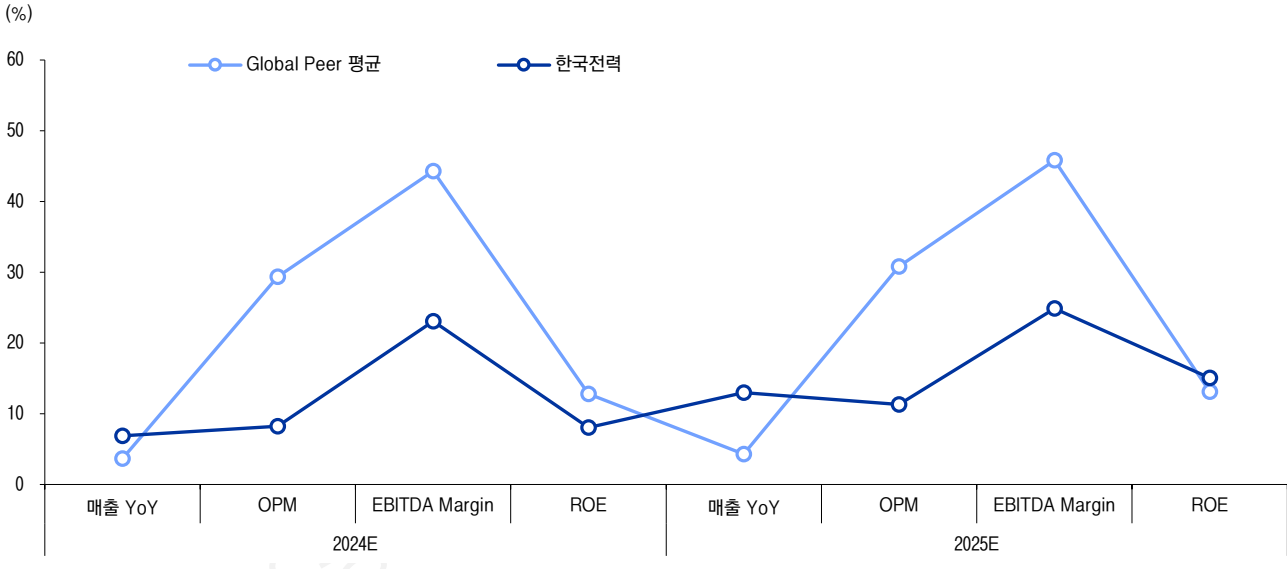
상대평가 With Global Peer

표22 펀드멘털 지표 비교 (한국전력 vs Global Peer)

(%)	2024E				2025E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
NextEra(미국)	-2.5	34.6	57.0	12.7	8.8	35.8	58.7	13.0
IBERDROLA(스페인)	0.1	21.1	4.4	11.8	1.6	20.3	4.3	10.9
Southern Company(미국)	0.0	34.1	45.4	19.6	4.3	36.5	47.7	21.1
Duke Energy(미국)	3.6	26.8	45.8	9.1	3.3	27.6	47.1	9.3
China Yangtze Power(중국)	11.7	50.2	79.2	16.2	1.9	51.1	79.0	16.0
Dominion Energy(미국)	6.5	27.7	46.2	8.7	4.1	30.2	48.8	10.2
XCEL Energy(미국)	2.4	19.4	38.3	10.7	6.1	21.1	40.2	10.7
Edison International(미국)	7.4	21.0	38.1	13.8	4.4	23.8	40.8	14.0
Average	3.7	29.4	44.3	12.8	4.3	30.8	45.8	13.1
한국전력	6.9	8.2	23.1	8.1	13.0	11.3	24.9	15.1

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림22 펀드멘털 지표 비교 (Global Peer vs 한국전력)



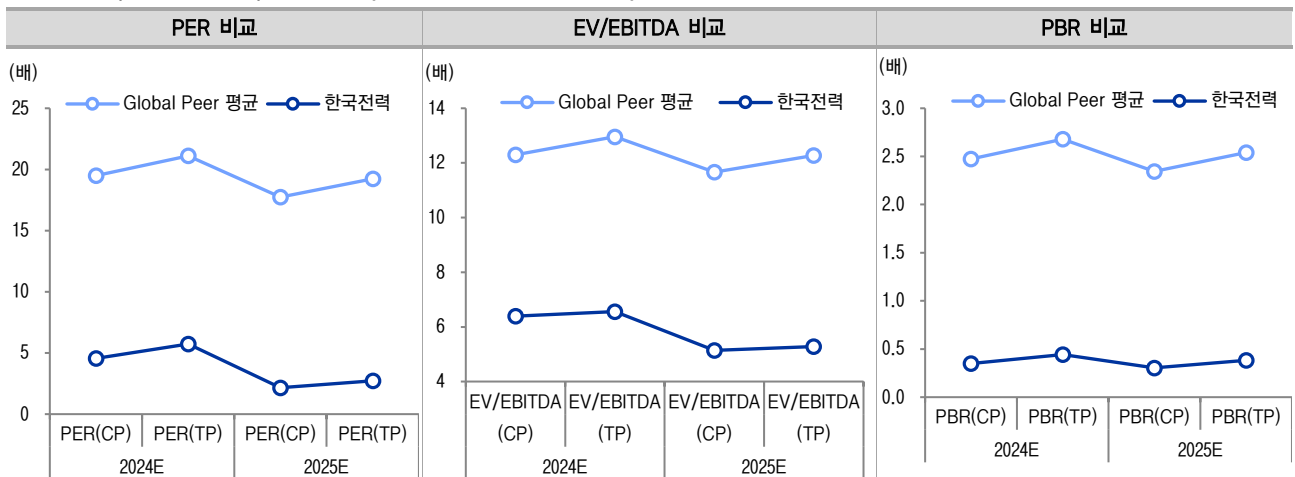
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표23 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)	22.5	25.9	15.4	16.9	2.9	3.3	20.9	24.0	14.1	15.5	2.7	3.1
IBERDROLA(스페인)	15.1	16.2	8.3	8.7	1.7	1.8	15.0	16.0	8.6	8.9	1.6	1.7
Southern Company(미국)	23.0	23.3	14.1	14.2	4.4	4.4	20.0	20.3	12.9	13.1	4.2	4.2
Duke Energy(미국)	19.0	20.7	12.3	12.9	1.7	1.9	17.9	19.5	11.9	12.4	1.7	1.8
China Yangtze Power(중국)	19.7	23.1	13.9	15.6	3.1	3.7	18.7	22.0	13.4	15.0	3.0	3.5
Dominion Energy(미국)	20.9	21.6	12.0	12.3	1.8	1.9	17.1	17.7	11.4	11.6	1.7	1.8
XCEL Energy(미국)	18.9	19.8	12.3	12.7	2.0	2.1	17.6	18.5	11.8	12.1	1.8	1.9
Edison International(미국)	16.9	18.3	10.1	10.5	2.2	2.4	14.7	15.9	9.3	9.6	2.0	2.2
Average	19.5	21.1	12.3	13.0	2.5	2.7	17.7	19.2	11.7	12.3	2.3	2.5
한국전력	4.8	6.1	6.4	6.6	0.4	0.5	2.3	2.9	5.1	5.3	0.3	0.4
할증 or 할인 (%)	-75.2	-70.9	-47.9	-49.1	-84.9	-82.3	-87.0	-84.8	-56.3	-57.2	-86.2	-83.8

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

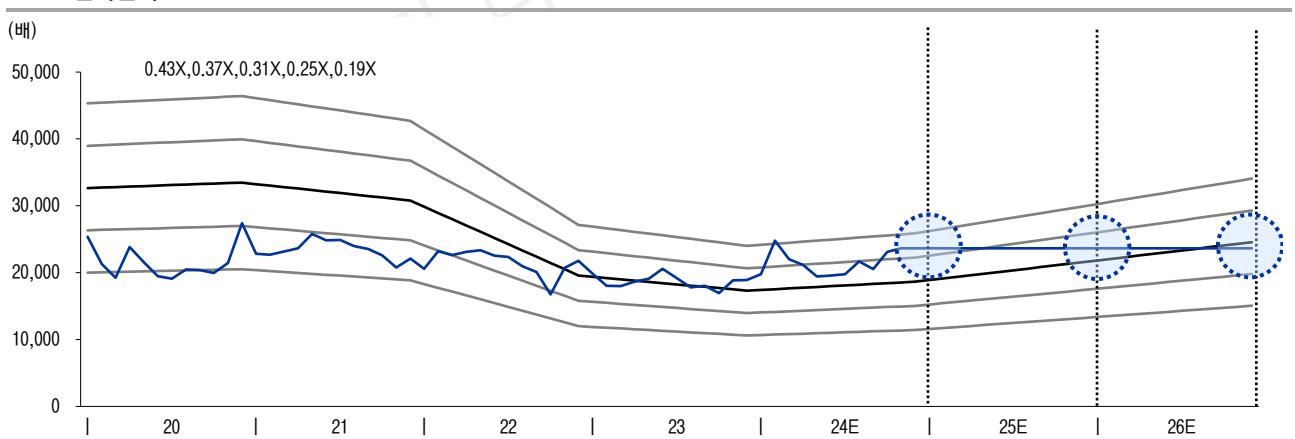
그림23 PER, EV/EBITDA, PBR 비교(한국전력 vs Global Peer)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

상대평가 With 자체 Multiple Band

그림24 한국전력 PBR Band Chart



자료: LS증권 리서치센터

Valuation Table & 목표주가 변동내역

표24 한국전력 Valuation Table

구분	2024E	2025E
지배주주 BPS(원)	63,290	72,959
적용 PBR(배)	0.47	0.41
목표주가(원)	30,000	30,000
주식수(주)	641,964,077	641,964,077
목표시총(십억원)	19,259	19,259

▶ 적용 Multiple 산정 근거

▷ 2024E BPS 대비 PBR 0.47배, 2025E BPS 대비 PBR 0.41배 적용

- Global Peer 목표 PBR 평균 대비 24년은 82.3%, 25년은 83.8% DC

- 최근 5개년 PBR Band 중상단선 적용

- 원재료 가격 안정화 → 비용 안정 → 발전 믹스 개선으로 요금 인상 없이도 1,2,4분기 1-2조원, 3분기 3조원 이상 규모 흑자구조 재구축

- 2025-2026년 적정수준의 요금 인상 통해 영업이익 흑자규모를 더욱 키워 2021-2023년 쌓인 막대한 누적영업 적자를 2026-2027년까지는 상당부분 해소 추정. 4Q24(10/24부터), 산업용만 평균 9.7% 인상. 이는 전체용도 합산 기준 평균 5.2% 정도로서 예상 부합

- 주가는 2Q24 실적발표 시기인 8월 중순 이후 4Q24 요금 인상 기대감으로 3Q24 실적발표 시기인 11월 중순까지 3개월간 10% 정도 상승. 다만, 1차 인상률이 시장 기대치에 부합하는 수준 정도로서 21대 대선일인 27년 3/3 이전까지 30조원이 넘는 누적 영업적자를 해소하기는 부족하여 요금 인상 발표 후 주가는 실망감을 반영하며 강한 사후 모멘텀으로 작용하지는 못함

- 27년 3/3까지 30조원이 넘는 누적적자를 상당부분 해소할 필요가 있으므로 향후 몇 차례 더 인상 가능성 상존 판단. 우선 단기적으로는 4Q24는 금번 인상으로 추가 인상은 없을 가능성이 크고, 1Q24도 가능성이 낮으며, 3Q24는 전력성수기인 점을 감안하면 2Q24 추가 인상 가능성 상당 판단. 요금 인상에 따른 주가 모멘텀 대응은 이러한 부분 감안 필요

자료: LS증권 리서치센터

표25 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	28,000	179,750	63,290	0.44	8.1	72,959	0.38	15.1
신규	30,000	192,589	63,290	0.47	8.1	72,959	0.41	15.1
변경률(%)	7.1	7.1	0.0	7.1	0.0	0.0	7.1	0.0

자료: LS증권 리서치센터

한국전력 (015760)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	29,751	29,536	29,977	32,155	33,956
현금및현금성자산	3,235	4,343	3,830	3,543	3,207
유동금융자산	4,287	3,107	2,741	2,535	2,295
매출채권	10,462	11,986	12,728	14,216	15,543
기타	11,767	10,100	10,678	11,860	12,910
비유동자산	205,054	210,179	213,231	216,593	219,819
유무형자산	178,922	181,009	182,218	183,406	184,572
금융/투자자산	12,537	13,394	14,775	16,012	17,280
기타	13,595	15,776	16,239	17,174	17,967
자산총계	234,805	239,715	243,208	248,748	253,774
유동부채	44,519	61,248	61,526	62,545	63,310
매입채무	11,984	9,090	9,965	11,779	13,489
유동금융부채	22,704	41,140	40,173	38,654	37,089
기타	9,831	11,019	11,388	12,112	12,733
비유동부채	148,286	141,202	141,052	139,367	137,313
비유동금융부채	98,334	92,944	90,760	87,329	83,793
기타	49,952	48,257	50,292	52,037	53,521
부채총계	192,805	202,450	202,578	201,912	200,624
지배회지분	40,545	35,845	38,623	44,677	50,857
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금및기타	15,904	16,297	16,202	16,007	15,779
이익잉여금	21,431	16,338	19,212	25,460	31,868
비지배회사지분	1,455	1,420	2,007	2,160	2,294
자본총계	42,000	37,265	40,630	46,837	53,151

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-23,478	1,522	16,909	20,310	21,524
영업 창출 현금	-20,760	5,979	22,750	26,902	28,524
당기순이익	-24,429	-4,716	3,253	6,630	7,787
조정사항	7,181	15,837	19,580	20,410	20,787
D&A	12,461	13,032	14,324	14,741	15,117
법인세비용	-9,415	-2,838	1,666	2,448	2,857
이자비용	2,819	4,452	4,552	4,562	4,587
이자수익	-341	-430	-433	-448	-483
기타	1,657	1,620	-529	-892	-1,292
자산,부채 증감	-3,513	-5,142	-83	-138	-50
법인세,이자 등	-2,717	-4,457	-5,842	-6,592	-6,999
투자활동 현금흐름	-14,954	-13,074	-15,561	-16,537	-16,663
유무형자산 증감	-11,797	-13,673	-14,912	-15,299	-15,647
금융자산 증감	-2,314	1,247	30	-86	-10
기타	-843	-648	-678	-1,152	-1,007
재무활동 현금흐름	38,998	12,662	-1,860	-4,060	-5,197
금융부채 증감	38,631	12,119	-3,151	-4,949	-5,102
파생상품 순정산	408	332	468	480	491
배당금 지급	-42	-45	-48	-50	-1,047
기타	1	256	870	460	461
총현금흐름	567	1,110	-513	-287	-336
외화현금 환율변동	33	-2	0	0	0
기초현금및현금성자산	2,635	3,235	4,343	3,830	3,543
기말현금및현금성자산	3,235	4,343	3,830	3,543	3,207

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	71,258	88,219	94,287	106,542	117,591
영업비용	103,913	92,761	86,537	94,476	104,043
영업이익	-32,655	-4,542	7,751	12,066	13,549
EBITDA	-20,198	8,486	21,765	26,492	28,347
기타수익	384	533	447	480	519
기타비용	212	259	293	315	346
기타손익	243	23	51	54	57
금융수익	1,833	1,425	3,463	3,861	4,283
이자수익	341	430	433	448	483
기타	1,493	995	3,030	3,412	3,800
금융비용	4,747	5,347	7,402	7,869	8,288
이자비용	2,819	4,452	4,552	4,562	4,587
기타	1,928	895	2,850	3,307	3,700
관계/공동기업손익	1,310	613	902	800	869
세전이익	-33,844	-7,554	4,920	9,078	10,644
당기순이익	-24,429	-4,716	3,253	6,630	7,787
지배주주순이익	-24,467	-4,823	3,136	6,596	7,753
Profitability(%)					
영업이익률	-45.8	-5.1	8.2	11.3	11.5
EBITDA Margin	-28.3	9.6	23.1	24.9	24.1
당기순이익률	-34.3	-5.5	3.3	6.2	6.6
ROA	-11.0	-2.0	1.3	2.7	3.1
ROE	-45.6	-12.2	8.1	15.1	15.5
ROIC	-22.5	-4.1	2.8	4.9	5.7

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Valuation(배)					
P/E(지배주주)	N/A	N/A	4.8	2.3	2.0
P/B	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	N/A	16.4	6.4	5.1	4.6
P/CF	N/A	1.8	0.9	0.7	0.7
Per Share Data(원)					
EPS(지배주주)	-38,112	-7,512	4,885	10,274	12,078
BPS	65,425	58,048	63,290	72,959	82,794
CPS	-31,100	10,380	26,468	31,852	33,607
DPS	0	0	0	1,549	1,880
Growth(%)					
매출액	17.4	23.8	6.9	13.0	10.4
영업이익	적자확대	적자축소	흑자전환	55.7	12.3
EPS(지배주주)	적자확대	적자축소	흑자전환	110.3	17.6
총자산	11.2	2.1	1.5	2.3	2.0
자기자본	-35.7	-11.3	9.0	15.3	13.5
Stability(%배)					
부채비율	459.1	543.3	498.6	431.1	377.5
유동비율	66.8	48.2	48.7	51.4	53.6
자기자본비율	17.9	15.5	16.7	18.8	20.9
영업이익/금융비용(x)	-6.9	-0.8	1.0	1.5	1.6
이자보상배율(x)	-11.0	-0.7	2.1	3.0	3.3
총차입금(십억원)	121,038	134,084	130,933	125,984	120,881
순차입금(십억원)	113,516	126,634	124,362	119,905	115,379

한국가스공사 목표주가 추이

(원)

— 주가

— 목표주가

투자이견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2023.05.12	신규	성중화									
2023.05.12	Buy	34,000	-20.7		-25.7						
2023.10.04	Buy	30,000	2.0		-18.3						
2024.02.20	Buy	42,000	-28.1		-34.2						
2024.04.26	Buy	38,000	67.1		6.4						
2024.08.12	Hold	45,000	18.4		-0.1						
2024.11.13	Buy	51,000	-8.9		-15.6						
2024.11.22	Buy	62,000									

한국전력 목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

40,000

30,000

20,000

10,000

0

22/11

23/05

23/11

24/05

24/11

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				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	-7.2		-17.3						
2024.02.20	Buy	32,000	-22.3		-29.2						
2024.04.25	Buy	28,000	-14.5		-26.2						
2024.11.22	Buy	30,000									

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 리서치분부가 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)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	6.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2023.10.1 ~ 2024.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 만마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)