

2024. 5. 12



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**, CFA  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

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

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **27,000 원**

**현재주가 (5.10)** **20,600 원**

**상승여력** **31.1%**

KOSPI	2,727.63pt
시가총액	132,245억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.00%
외국인비중	15.05%
52주 최고/최저가	24,850원/16,190원
평균거래대금	614.5억원

**주요주주(%)**

한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.59

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.0	21.5	7.1
상대주가	-7.8	7.4	-2.0

**주가그래프**



# 한국전력 015760

## 1Q24 Review: 믿고 있던 상관관계들이 깨졌다

- ✓ 1Q24 연결 영업이익은 1.3조원을 기록하며 컨센서스(2.6조원)을 크게 하회
- ✓ SMP와의 상관관계를 깨고 구입전력비가 전반적으로 증가
- ✓ 정산조정계수 상향, 송변전 손실 등을 의심. 재무구조 악화의 후폭풍
- ✓ 일회성이 아닌 만큼 전망치 하향 불가피. 이제 요금 인상 가능성에 기대야 함
- ✓ 투자이견 Buy를 유지, 적정주가는 27,000원으로 -13% 하향

### 얼얼한 어닝 쇼크. 믿고 있던 상관관계들이 깨졌다

1Q24 연결 영업이익은 1.3조원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(2.6조원)를 크게 하회했다. 구입전력비(9.2조원)이 당사 예상치(7.2조원) 대비 크게 높았는데, SMP와의 상관관계가 깨졌다는 측면에서 그동안 찾아볼 수 없었던 변화다(그림2). 또한 석탄 연료비는 원자재 가격과 De-coupling하여 늘었고, 원전 연료비는 10년 만에 원전 해체충당금을 인상하며 2배 상승했다(우라늄 가격 영향은 적음).

### 원자재 가격과 상관없이 증가한 원가. 재무구조 악화의 후폭풍

구입전력비는 왜 증가하였는가? 1)SMP 상승 폭(+1.0원 QoQ) 대비 LNG구입단가 상승폭(+4.6원 QoQ)이 컸다. 석탄 구입단가(+19.6원 QoQ)도 증가했다. 2H23~1Q24까지 원자재 가격이 하락한 구간에서 오히려 구입단가가 상승한 것은 의외다. 정산조정계수 상승과 함께 송변전 손실이 컸을 것이라고 의심한다. 실제로 전력거래소에서의 거래량은 판매량 대비 늘어났다. 재무구조 악화로 인한 정비 지연, 재생에너지 확대에 인한 송전 혼잡 등이 영향을 미쳤을 것이다. 2)석탄 이용률 하락, LNG 점유율 하락으로 1Q24 외부 구입 비중이 늘어났다. LNG 현물 가격 급락으로 발전 차익률 대비 민간 직도입사들의 가격 경쟁력이 커질 수 밖에 없는 시점이다.

### 이제 믿고 기댈 것은 요금 인상의 필요성

투자이견 Buy를 유지, 적정주가는 27,000원으로 -13% 하향한다. 금번 실적 악화 요인들이 일회성으로 느껴지지 않는 만큼 당분간 실적 전망치 불확실성이 커졌다. 1)구입전력비 안정화가 나타나거나. 2)요금 인상을 통해 이를 만회한다면 재상향이 가능하다. 금번 실적을 통해 요금 인상의 필요성은 더욱 더 자명해졌다.

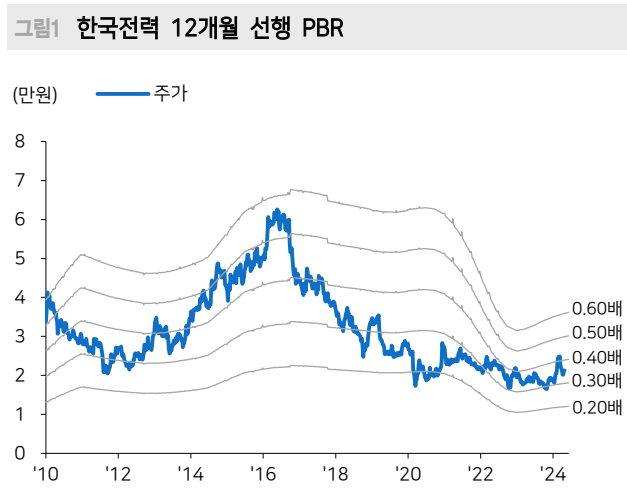
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	71,257.9	-32,655.2	-24,466.9	-38,113	적지	63,158	-0.6	0.3	-6.6	-46.9	459.1
2023	88,219.5	-4,541.7	-4,822.6	-7,512	적지	55,837	-2.5	0.3	17.0	-12.6	543.3
2024E	92,841.0	6,793.7	2,755.4	4,292	흑전	60,129	4.8	0.3	7.2	7.4	485.4
2025E	94,349.3	6,969.1	3,100.6	4,830	11.4	64,959	4.3	0.3	7.1	7.7	449.6
2026E	95,546.6	7,757.1	3,306.7	5,151	6.6	70,110	4.0	0.3	6.6	7.6	414.1

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	23,292.7	21,594.0	7.9	22,533.0	3.4	23,494.4	-0.9	23,484.0	-0.8
영업이익	1,299.3	-6,177.6	흑전	1,911.7	-32.0	2,628.8	-50.6	3,075.2	-57.7
세전이익	737.7	-6,854.8	흑전	1,008.6	-26.9	1,783.6	-58.6	1,849.3	-60.1
순이익	561.4	-4,946.5	흑전	1,232.8	-54.5	1,315.4	-57.3	1,327.3	-57.7

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	93,032.3	94,488.5	92,841.0	94,349.3	-0.2%	-0.1%
영업이익	11,459.6	8,484.0	6,793.7	6,969.1	-40.7%	-17.9%
영업이익률	12.3%	9.0%	7.3%	7.4%	-5.0%p	-1.6%p
당기순이익	5,407.1	3,758.2	2,812.1	3,131.9	-48.0%	-16.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

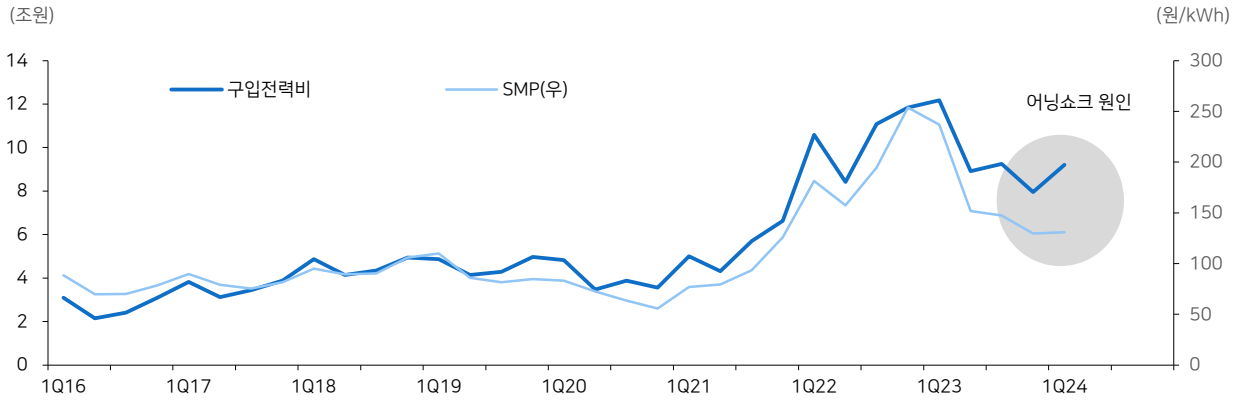


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
예상 BPS (원)	61,892	선형 12개월 평균 BPS
적정 PBR (배)	0.44	2013~2014년 호황기 평균. 해당 기간 평균 조정 ROE는 7.8%로 2024~2025년 예상 ROE 7.5%와 유사
<b>적정주가 (원)</b>	<b>27,000</b>	
현재주가 (원)	20,600	
상승여력 (%)	31.1	

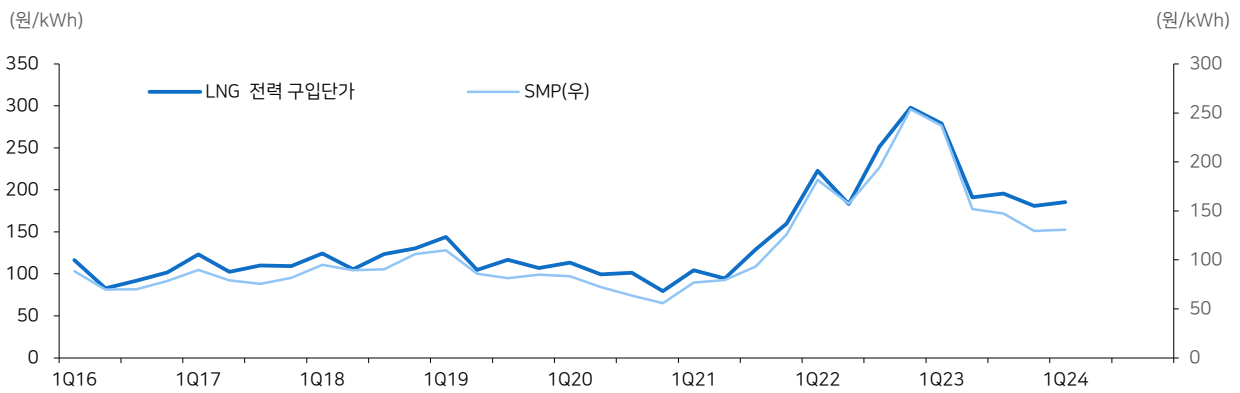
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 깨져버린 SMP와 구입전력비 상관관계



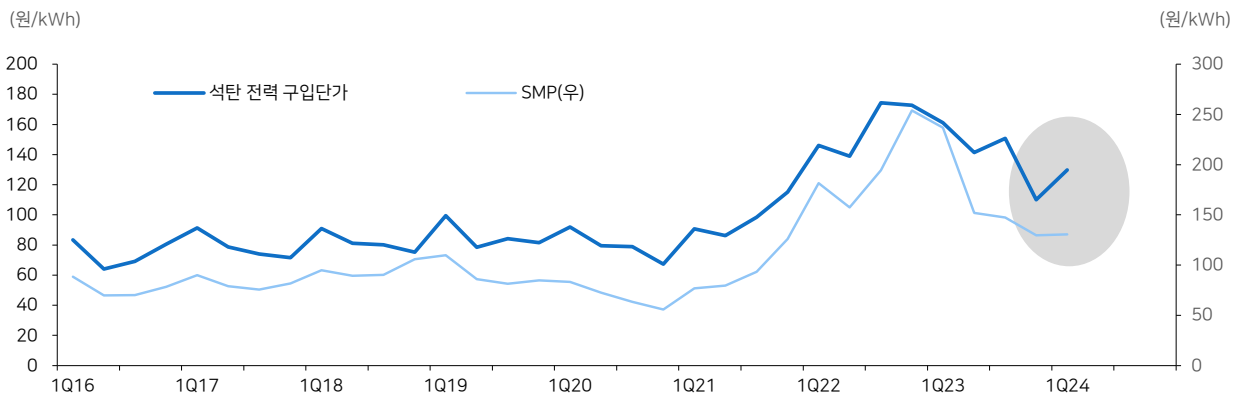
주: 구입전력비는 연결 기준, 자료: 한국전력, EPSIS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SMP 대비 LNG 전력 구입단가 상승



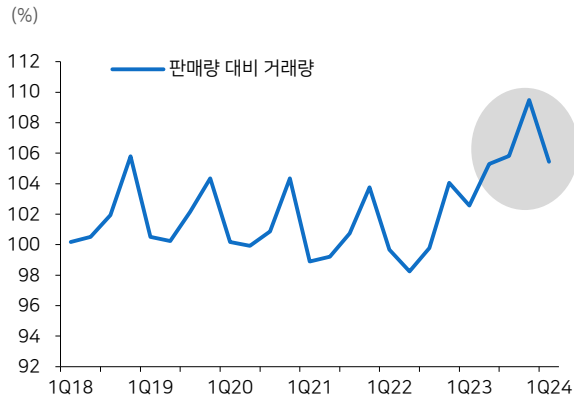
자료: 한국전력, EPSIS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 석탄 전력 구입단가 역시 1Q24 오히려 상승: 정산조정계수 인상 가능성



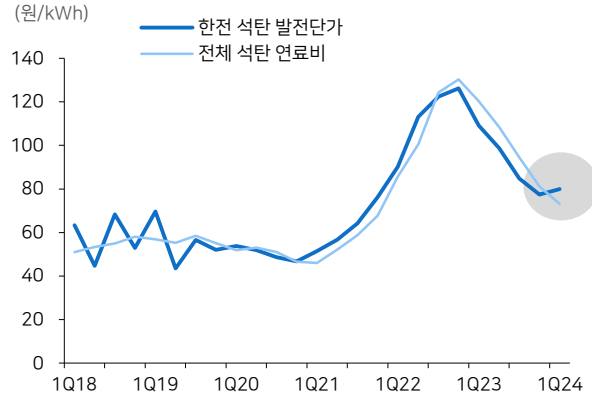
자료: 한국전력, EPSIS, 메리츠증권 리서치센터

**그림5 판매량 대비 거래량 증가: 송전손실을 의심**



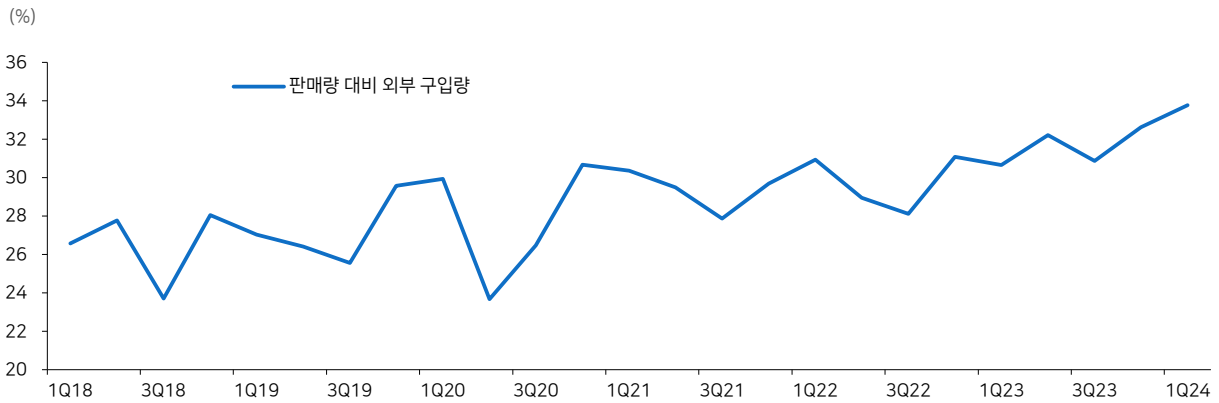
주: 구입량은 EPSIS의 전력 거래량을 기준으로 함  
 자료: EPSIS, 메리츠증권 리서치센터

**그림6 발전자회사들의 발전단가도 전체 연료비 대비 증가**



주: 전체 석탄 연료비는 EPSIS 기준. 민간 석탄 발전사를 포함  
 자료: 한국전력, EPSIS, 메리츠증권 리서치센터

**그림7 구입 전력비가 증가한 또 하나의 원인은 민자 발전사 구입 비중 증가: 한전 발전 자회사의 원가 경쟁력 약화**



자료: EPSIS, 메리츠증권 리서치센터

표4 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>												
두바이유(달러/배럴)	80.3	77.8	86.6	83.5	81.3	86.0	84.0	82.0	96.4	82.1	83.3	81.0
원/달러 환율	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,321.7	1,328.7	1,370.0	1,335.0	1,340.0	1,291.5	1,305.7	1,343.4	1,322.5
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	129.7	130.7	127.1	140.7	148.9	196.8	166.4	136.8	138.3
석탄 발전단가(원/kWh)	109.1	98.7	84.8	77.5	80.0	75.0	80.0	80.0	113.0	92.5	78.7	80.0
LNG 발전단가(원/kWh)	301.3	197.2	183.2	185.7	207.0	187.1	190.7	198.9	243.1	216.9	195.9	188.3
원전이용률(%)	85.0	79.8	85.8	86.6	85.0	81.0	84.0	84.0	86.0	84.3	83.5	84.0
석탄이용률(%)	54.8	47.2	58.8	50.7	52.2	46.2	57.8	49.7	57.6	52.9	51.5	51.5
전력 판매단가(원/kWh)	146.5	145.5	160.5	158.3	160.9	154.8	166.3	161.6	120.5	152.7	160.9	161.9
<b>실적 전망</b>												
<b>연결 매출</b>	<b>21,594.0</b>	<b>19,622.5</b>	<b>24,470.0</b>	<b>22,533.0</b>	<b>23,292.7</b>	<b>20,988.1</b>	<b>25,536.3</b>	<b>23,023.9</b>	<b>71,257.9</b>	<b>88,219.5</b>	<b>92,841.0</b>	<b>94,349.3</b>
매출액 증가율(% YoY)	31.2	26.4	23.8	15.6	7.9	7.0	4.4	2.2	17.4	23.8	5.2	1.6
매출원가	27,080.0	21,169.1	21,731.4	19,719.0	21,290.0	18,870.7	21,507.7	21,191.6	100,903.6	89,699.5	82,860.0	84,099.6
연료비	9,083.0	6,048.8	6,541.8	5,304.7	6,160.1	4,973.7	6,654.6	5,689.4	34,669.0	26,978.3	23,477.7	22,990.0
구입전력비	12,170.9	8,917.8	9,255.3	7,960.3	9,202.9	7,667.2	8,940.6	8,681.1	41,917.1	38,304.3	34,491.8	35,889.5
감가상각비	3,165.1	3,162.1	3,265.3	3,109.6	3,151.0	3,164.4	3,158.3	3,168.6	12,131.1	12,702.1	12,642.3	12,735.3
인건비	1,317.3	1,219.7	1,316.4	1,486.0	1,343.7	1,244.1	1,342.7	1,515.7	5,383.5	5,339.3	5,446.1	5,555.0
수선비 및 기타	1,343.7	1,820.7	1,352.7	1,858.5	1,432.3	1,821.4	1,411.6	2,136.7	6,802.9	6,375.5	6,802.0	6,929.8
매출총이익	-5,486.0	-1,546.6	2,738.5	2,813.9	2,002.7	2,117.4	4,028.5	1,832.3	-29,645.7	-1,480.1	9,981.0	10,249.7
매출총이익률(%)	-25.4	-7.9	11.2	12.5	8.6	10.1	15.8	8.0	-41.6	-1.7	10.8	10.9
판관비	691.6	725.8	742.0	902.2	703.4	785.0	758.0	940.9	3,009.4	3,061.6	3,187.3	3,280.7
판관비율(%)	3.2	3.7	3.0	4.0	3.0	3.7	3.0	4.1	4.2	3.5	3.4	3.5
<b>영업이익</b>	<b>-6,177.6</b>	<b>-2,272.4</b>	<b>1,996.6</b>	<b>1,911.7</b>	<b>1,299.3</b>	<b>1,332.4</b>	<b>3,270.5</b>	<b>891.4</b>	<b>-32,655.2</b>	<b>-4,541.6</b>	<b>6,793.7</b>	<b>6,969.1</b>
영업이익 성장률(%YoY)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	63.8	-53.4	적확	적축	흑전	2.6
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.2	8.5	5.6	6.3	12.8	3.9	-45.8	-5.1	7.3	7.4
금융손익	-1,000.6	-943.0	-1,020.1	-958.3	-1,103.3	-976.7	-1,246.0	-1,097.7	-2,913.5	-3,922.0	-4,423.6	-4,444.4
기타손익	81.9	16.3	157.3	41.1	137.2	-481.5	414.4	-53.0	414.6	296.6	17.1	247.0
종속,관계기업 관련 손익	241.4	244.1	113.6	14.0	404.5	254.4	241.4	220.5	1,310.4	613.0	1,120.8	1,143.2
<b>세전이익</b>	<b>-6,854.8</b>	<b>-2,955.1</b>	<b>1,247.3</b>	<b>1,008.6</b>	<b>737.7</b>	<b>128.7</b>	<b>2,680.3</b>	<b>-38.8</b>	<b>-33,843.6</b>	<b>-7,554.0</b>	<b>3,507.9</b>	<b>3,914.9</b>
<b>연결 당기순이익</b>	<b>-4,911.2</b>	<b>-1,904.4</b>	<b>833.3</b>	<b>1,266.2</b>	<b>595.9</b>	<b>103.0</b>	<b>2,144.3</b>	<b>-31.0</b>	<b>-24,429.1</b>	<b>-4,716.1</b>	<b>2,812.1</b>	<b>3,131.9</b>
당기순이익률(%)	-22.7	-9.7	3.4	5.6	2.6	0.5	8.4	-0.1	-34.3	-5.3	3.0	3.3
순이익 성장률(% YoY)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	157.3	적전	적확	적축	흑전	11.4
지배주주 순이익	-4,946.5	-1,902.8	793.9	1,232.8	561.4	101.9	2,122.8	-30.7	-24,466.9	-4,822.5	2,755.4	3,100.6

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

## 한국전력 (015760)

### Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>71,257.9</b>	<b>88,219.5</b>	<b>92,841.0</b>	<b>94,349.3</b>	<b>95,546.6</b>
매출액증가율(%)	17.4	23.8	5.2	1.6	1.3
매출원가	100,903.6	89,699.5	82,860.0	84,099.6	84,393.9
매출총이익	-29,645.7	-1,480.1	9,981.0	10,249.7	11,152.7
판매관리비	3,009.4	3,061.6	3,187.3	3,280.7	3,395.7
<b>영업이익</b>	<b>-32,655.2</b>	<b>-4,541.7</b>	<b>6,793.7</b>	<b>6,969.1</b>	<b>7,757.1</b>
영업이익률(%)	-45.8	-5.1	7.3	7.4	8.1
금융손익	-2,913.5	-3,922.0	-4,423.7	-4,444.4	-4,324.1
중속/관계기업손익	1,310.4	613.0	1,120.8	1,143.2	1,166.1
기타영업외손익	414.6	296.6	17.1	247.0	7.9
세전계속사업이익	-33,843.6	-7,554.0	3,508.0	3,914.9	4,607.0
법인세비용	-9,414.5	-2,837.8	695.9	783.0	1,266.9
<b>당기순이익</b>	<b>-24,429.1</b>	<b>-4,716.1</b>	<b>2,812.1</b>	<b>3,131.9</b>	<b>3,340.1</b>
지배주주지분 손이익	-24,466.9	-4,822.6	2,755.4	3,100.6	3,306.7

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>29,750.6</b>	<b>29,536.2</b>	<b>23,179.2</b>	<b>24,788.8</b>	<b>25,376.5</b>
현금및현금성자산	3,234.8	4,342.9	424.5	1,640.1	1,349.0
매출채권	9,504.1	11,009.5	11,066.0	11,259.9	11,405.1
재고자산	9,930.7	8,875.6	8,921.1	9,077.5	9,194.5
<b>비유동자산</b>	<b>205,054.5</b>	<b>210,178.8</b>	<b>211,445.4</b>	<b>212,704.6</b>	<b>213,946.8</b>
유형자산	177,865.3	179,875.5	180,835.1	181,838.4	182,882.7
무형자산	1,056.8	1,133.1	1,177.9	1,218.2	1,254.8
투자자산	12,328.9	13,208.8	13,471.1	13,686.7	13,848.1
<b>자산총계</b>	<b>234,805.0</b>	<b>239,715.0</b>	<b>234,624.6</b>	<b>237,493.4</b>	<b>239,323.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>44,518.6</b>	<b>61,248.4</b>	<b>56,200.3</b>	<b>57,061.9</b>	<b>54,777.9</b>
매입채무	7,529.9	4,341.5	4,363.7	4,440.2	4,497.5
단기차입금	8,820.4	10,667.3	13,678.3	16,378.3	17,815.3
유동성장기부채	13,838.6	30,454.0	22,254.0	22,096.9	18,136.2
<b>비유동부채</b>	<b>148,286.2</b>	<b>141,201.8</b>	<b>138,347.4</b>	<b>137,222.7</b>	<b>137,996.6</b>
사채	94,984.0	89,117.7	86,335.7	84,300.7	84,300.7
장기차입금	2,962.3	3,392.8	2,387.0	2,484.0	2,584.8
<b>부채총계</b>	<b>192,804.7</b>	<b>202,450.2</b>	<b>194,547.8</b>	<b>194,284.6</b>	<b>192,774.5</b>
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,112.3	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6
기타포괄이익누계액	497.0	557.4	557.4	557.4	557.4
이익잉여금	21,431.3	16,338.3	19,093.7	22,194.3	25,501.0
비지배주주지분	1,454.9	1,419.7	1,476.4	1,507.7	1,541.1
<b>자본총계</b>	<b>42,000.3</b>	<b>37,264.8</b>	<b>40,076.9</b>	<b>43,208.8</b>	<b>46,548.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-23,477.5</b>	<b>1,522.2</b>	<b>16,803.0</b>	<b>15,009.2</b>	<b>17,203.0</b>
당기순이익(손실)	-24,429.1	-4,716.1	2,812.1	3,131.9	3,340.1
유형자산상각비	12,305.3	12,869.1	12,877.2	12,971.9	13,070.6
무형자산상각비	156.2	163.2	166.0	172.5	178.4
운전자본의 증감	-3,512.6	-5,141.7	947.8	-1,267.1	613.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-14,953.8</b>	<b>-13,073.8</b>	<b>-11,758.4</b>	<b>-14,409.8</b>	<b>-15,079.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-12,346.9	-13,908.4	-13,836.7	-13,975.1	-14,114.9
투자자산의감소(증가)	-1,979.8	-880.5	-262.3	-215.6	-161.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>38,997.9</b>	<b>12,661.9</b>	<b>-8,963.0</b>	<b>616.1</b>	<b>-2,414.3</b>
차입금의 증감	40,183.2	12,690.7	-8,963.0	616.1	-2,414.3
자본의 증가	37.5	332.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	599.5	1,108.1	-3,918.4	1,215.5	-291.1
기초현금	2,635.2	3,234.8	4,342.9	424.5	1,640.1
기말현금	3,234.8	4,342.9	424.5	1,640.1	1,349.0

### Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	111,000	137,421	144,620	146,970	148,835
EPS(지배주주)	-38,113	-7,512	4,292	4,830	5,151
CFPS	-26,867	17,323	32,779	33,381	34,550
EBITDAPS	-31,456	13,226	30,900	31,331	32,722
BPS	63,158	55,837	60,129	64,959	70,110
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-0.6	-2.5	4.8	4.3	4.0
PCR	-0.8	1.1	0.6	0.6	0.6
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	-20,193.7	8,490.6	19,836.8	20,113.4	21,006.0
EV/EBITDA	-6.6	17.0	7.2	7.1	6.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-46.9	-12.6	7.4	7.7	7.6
EBITDA 이익률	-28.3	9.6	21.4	21.3	22.0
부채비율	459.1	543.3	485.4	449.6	414.1
금융비용부담률	4.0	5.0	5.1	5.0	4.9
이자보상배율(x)	-11.6	-1.0	1.4	1.5	1.7
매출채권회전율(x)	8.4	8.6	8.4	8.5	8.4
재고자산회전율(x)	8.1	9.4	10.4	10.5	10.5

**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 하시기를 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** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국전력 (015760) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

