

2025. 3. 4



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 30,000 원**현재주가 (2.28)** 21,350 원**상승여력** 40.5%

KOSPI 2,532.78pt

시가총액 137,059억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 45.66%

외국인비중 16.05%

52주 최고/최저가 24,850원/18,400원

평균거래대금 351.1억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

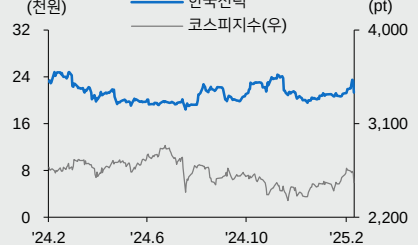
국민연금공단 6.88

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 1.7 -5.3 -12.9

상대주가 1.8 0.5 -8.7

주가그래프

한국전력 015760

4Q24 Review: 배당 정상화, 밸류에이션 정상화

- ✓ 4Q24 연결 영업이익은 2.4조원(-23.1% YoY)으로 컨센서스(2.85조원)를 하회
- ✓ UAE 원전 공사비 관련 일회성 총당금 반영이 주요 원인인 것으로 추정
- ✓ 2024년 DPS 214원 결정, 2025년 예상 DPS는 1,600원(배당수익률 7.5%)
- ✓ 배당 기대감 하반기로 갈수록 자연스레 올라올 것
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가는 30,000원을 유지

갑자기 늘어난 기타 비용, 일회성으로 보는 게 맞다

4Q24 연결 영업이익은 2.4조원(-23.1% YoY)으로 컨센서스(2.85조원)를 하회했다. 연료비, 구입전력비 등 주요 항목은 예상치와 부합했으나, 기타영업비용이 +9,747억원 YoY, 수선유지비용이 +5,219억원 YoY 증가했다. 1)계획예방정비 증가에 따른 수선비 증가, 2)남동발전 해외 사업 매출 증가 및 원가 증가, 3)UAE 원전 공사비 관련 총당금 반영이 원인이다. 언론에 따르면 한전과 한수원 간에 1.4조원에 달하는 추가 공사비를 두고 분쟁이 있다. 해당 금액을 모두 총당금에 반영했는지는 알 수 없으나, 2025년 추가 반영하더라도 규모는 제한적일 것으로 본다.

드디어 찾아온 배당의 정상화, 이제는 밸류에이션의 정상화로

2024년 주당 214원의 배당을 결정했다(별도 순이익 기준 16.4% 배당성향). 4년 만의 배당 재개다. 주주 입장에서 긍정적인 변화다. 2024년에도 배당했으니, 재무구조가 더 개선되는 2025년 이후에는 배당을 받을 수 있다는 확신이 생겼다. 2025년 20% 배당성향을 가정한 2025년 예상 DPS는 1,600원이다(배당수익률 7.5%). 한전KPS 배당수익률 5.5%와 2015~2016년 동사의 배당수익률 밴드 4.5%~6%와 비교한다면 지금 주가는 저평가처럼 보인다.

이유가 분명하기에 기다릴 수 있어

대선 전후로 전기 요금 인상은 기대하기 어려우나, 하반기로 갈수록 배당에 대한 기대감이 반영되면서 기대할 수 있는 Upside는 매우 크다. 1월 전력 정산단가가 급등하며 리스크 요인으로 부각되고 있으나, 이를 감안하더라도 배당 매력은 여전히 높다. 투자 의견 Buy, 적정주가는 30,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2024P	94,001.3	8,348.9	3,618.6	5,637	흑전	61,343	3.6	0.3	6.2	9.6	496.0
2025E	98,971.3	12,393.8	7,674.8	11,955	106.8	73,084	1.8	0.3	5.0	17.8	414.2
2026E	99,631.2	14,420.4	8,744.9	13,622	13.9	85,106	1.6	0.3	4.4	17.2	353.6
2027E	100,295.6	14,209.3	8,856.0	13,795	1.3	97,102	1.5	0.2	1.8	15.1	259.3

표1 한국전력 4Q24 실적 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	24,131.5	22,533.0	7.1	26,103.4	-7.6	23,733.3	1.7	23,848.2	1.2
영업이익	2,403.2	1,911.7	25.7	3,396.1	-29.2	2,846.8	-15.6	2,960.1	-18.8
세전이익	1,226.7	1,008.6	21.6	2,976.6	-58.8	2,099.2	-41.6	1,910.1	-35.8
순이익	1,142.7	1,232.8	-7.3	1,849.3	-38.2	1,434.3	-20.3	1,512.8	-24.5

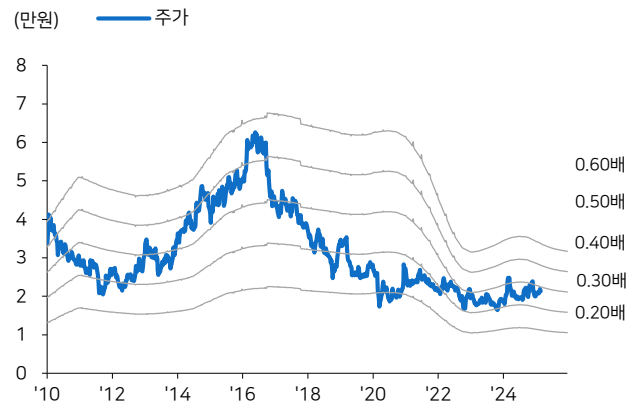
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	99,143.5	100,358.2	98,971.3	99,631.2	-0.2%	-0.7%
영업이익	12,895.7	15,701.7	12,393.8	14,420.4	-3.9%	-8.2%
영업이익률	13.0%	15.6%	12.5%	14.5%	-0.5%p	-1.2%p
당기순이익	8,662.9	9,845.6	7,752.3	8,833.2	-10.5%	-10.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	76.0	75.0	74.0	73.0	82.1	79.6	74.5	74.5
원/달러 환율	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,440.0	1,410.0	1,390.0	1,360.0	1,305.7	1,363.4	1,400.0	1,360.0
SMP(원/kWh)	130.7	126.1	139.1	115.4	119.9	124.2	133.5	123.9	166.4	127.8	125.4	123.6
석탄 발전단가(원/kWh)	80.0	76.1	74.7	77.3	74.2	76.6	79.0	76.4	92.5	77.0	76.5	76.5
LNG 발전단가(원/kWh)	206.7	183.8	184.5	201.2	164.9	169.2	178.5	168.9	215.9	194.0	170.4	168.6
원전이용률(%)	85.0	80.4	83.2	86.8	84.0	84.0	84.0	84.0	84.3	83.8	84.0	84.0
석탄이용률(%)	52.2	41.6	60.0	43.7	51.2	41.6	59.0	42.7	52.9	49.4	48.6	48.6
전력 판매단가(원/kWh)	160.9	155.7	167.1	167.4	169.2	164.6	174.9	169.5	152.7	162.8	169.5	169.5
실적 전망												
연결 매출	23,292.7	20,473.7	26,103.4	24,131.5	24,721.5	21,880.6	27,570.2	24,799.0	88,219.5	94,001.3	98,971.3	99,631.2
매출액증가율(% YoY)	7.9	4.3	6.7	7.1	6.1	6.9	5.6	2.8	23.8	6.6	5.3	0.7
매출원가	21,303.2	18,460.8	21,951.1	20,787.4	20,176.1	18,954.1	22,309.9	21,876.4	89,699.5	82,502.5	83,316.4	81,845.1
연료비	6,160.1	4,756.3	6,724.7	4,896.7	5,216.7	4,640.4	6,768.3	4,758.1	26,978.3	22,537.8	21,383.5	20,998.6
구입전력비	9,202.9	7,969.7	9,646.7	7,840.6	8,872.1	8,358.8	9,865.0	8,992.3	38,304.3	34,659.9	36,088.1	34,812.4
감가상각비	3,473.6	3,390.8	3,516.2	3,563.3	3,565.1	3,564.4	3,547.0	3,549.5	12,702.1	13,944.0	14,226.0	14,182.9
인건비	1,351.0	1,396.8	1,344.9	1,515.7	1,378.0	1,424.8	1,371.8	1,546.0	5,339.3	5,608.4	5,720.6	5,835.0
수선비 및 기타	1,115.6	947.1	718.6	2,971.1	1,144.2	965.8	757.8	3,030.5	6,375.5	5,752.4	5,898.2	6,016.2
매출총이익	1,989.6	2,012.9	4,152.2	3,344.1	4,545.4	2,926.5	5,260.3	2,922.6	-1,480.1	11,498.8	15,654.9	17,786.2
매출총이익률(%)	8.5	9.8	15.9	13.9	18.4	13.4	19.1	11.8	-1.7	12.2	15.8	17.9
판관비	690.2	762.7	756.2	940.9	725.4	781.5	786.5	967.6	3,061.6	3,150.0	3,261.1	3,365.8
판관비율(%)	3.0	3.7	2.9	3.9	2.9	3.6	2.9	3.9	3.5	3.4	3.3	3.4
영업이익	1,299.3	1,250.3	3,396.1	2,403.2	3,820.0	2,145.0	4,473.8	1,955.0	-4,541.6	8,348.9	12,393.8	14,420.4
영업이익 성장률(%YoY)	흑전	흑전	70.1	25.7	194.0	71.6	31.7	-18.7	적축	흑전	48.4	16.4
영업이익률(%)	5.6	6.1	13.0	10.0	15.5	9.8	16.2	7.9	-5.1	8.9	12.5	14.5
금융손익	-1,014.0	-1,055.9	-799.4	-1,261.5	-597.6	-1,083.1	-978.2	-1,062.1	-3,922.0	-4,130.8	-3,720.9	-3,198.1
기타손익	47.9	59.2	127.8	-84.4	-85.4	61.0	41.9	59.9	296.6	150.5	77.5	2.7
중속,관계기업 관련 손익	404.5	95.5	252.2	169.4	412.6	97.4	257.2	172.8	613.0	921.6	940.0	958.8
세전이익	737.8	349.0	2,976.6	1,226.7	3,549.7	1,220.4	3,794.7	1,125.7	-7,554.0	5,290.1	9,690.4	12,183.8
연결 당기순이익	595.9	114.4	1,879.6	1,158.4	2,839.7	976.3	3,035.7	900.5	-4,716.1	3,748.4	7,752.3	8,833.2
당기순이익률(%)	2.6	0.6	7.2	4.8	11.5	4.5	11.0	3.6	-5.3	4.0	7.8	8.9
순이익성장률(% YoY)	흑전	흑전	125.6	-8.5	376.5	753.3	61.5	-22.3	적축	흑전	106.8	13.9
지배주주 순이익	561.5	65.1	1,849.3	1,142.7	2,811.3	966.5	3,005.4	891.5	-4,822.5	3,618.6	7,674.8	8,744.9

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	88,219.5	94,001.3	98,971.3	99,631.2	100,295.6
매출액증가율(%)	23.8	6.6	5.3	0.7	0.7
매출원가	89,699.5	82,502.5	83,316.4	81,845.1	82,390.9
매출총이익	-1,480.1	11,498.8	15,654.9	17,786.2	17,904.8
판매관리비	3,061.6	3,150.0	3,261.1	3,365.8	3,695.5
영업이익	-4,541.7	8,348.9	12,393.8	14,420.4	14,209.3
영업이익률(%)	-5.1	8.9	12.5	14.5	14.2
금융손익	-3,922.0	-3,525.8	-3,720.9	-3,198.1	-2,194.3
종속/관계기업손익	613.0	921.6	940.0	958.8	0.0
기타영업외손익	296.6	-454.6	77.5	2.7	0.0
세전계속사업이익	-7,554.0	5,290.1	9,690.4	12,183.8	12,015.0
법인세비용	-2,837.8	1,541.7	1,938.1	3,350.5	3,069.5
당기순이익	-4,716.1	3,748.4	7,752.3	8,833.2	8,945.4
지배주주지분 순이익	-4,822.6	3,618.6	7,674.8	8,744.9	8,856.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	29,536.2	29,672.6	35,528.4	41,755.7	50,474.6
현금및현금성자산	4,342.9	6,254.7	14,442.2	19,310.9	27,882.4
매출채권	11,009.5	9,564.2	9,828.7	9,902.2	9,968.2
재고자산	8,875.6	8,708.7	8,949.6	9,016.5	9,076.6
비유동자산	210,178.8	213,700.3	213,598.5	213,415.2	179,666.3
유형자산	179,875.5	181,719.8	181,193.1	180,849.6	147,159.6
무형자산	1,133.1	1,067.8	1,136.0	1,197.3	1,049.3
투자자산	13,208.8	14,244.9	14,601.6	14,700.6	14,789.6
자산총계	239,715.0	243,372.9	249,126.8	255,170.9	230,140.8
유동부채	61,248.4	67,868.0	65,735.9	64,380.2	31,231.3
매입채무	4,341.5	3,988.8	4,099.1	4,129.7	4,157.3
단기차입금	10,667.3	8,840.0	11,540.0	12,977.0	12,977.0
유동성장기부채	30,454.0	39,374.4	36,197.0	33,269.8	0.0
비유동부채	141,201.8	134,669.9	134,941.0	134,534.7	134,863.6
사채	89,117.7	81,361.0	80,326.0	79,291.0	79,291.0
장기차입금	3,392.8	2,401.3	2,498.9	2,600.3	2,600.3
부채총계	202,450.2	202,537.9	200,676.9	198,914.8	166,095.0
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6
기타포괄이익누계액	557.4	760.0	760.0	760.0	760.0
이익잉여금	16,338.3	20,257.2	27,794.5	35,512.3	43,212.8
비지배주주지분	1,419.7	1,454.9	1,532.4	1,620.7	1,710.2
자본총계	37,264.8	40,835.0	48,449.9	56,256.0	64,045.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,522.2	17,827.4	21,333.3	23,904.2	43,089.1
당기순이익(손실)	-4,716.1	3,748.4	7,752.3	8,833.2	8,945.4
유형자산상각비	12,869.1	14,119.4	14,460.2	14,416.5	33,690.0
무형자산상각비	163.2	156.9	144.0	153.1	147.9
운전자본의 증감	-5,141.7	-1,030.5	-1,023.2	501.5	305.8
투자활동 현금흐름	-13,073.8	-13,804.4	-11,612.3	-15,589.7	-97.0
유형자산의증가(CAPEX)	-13,908.4	-13,949.9	-13,933.6	-14,072.9	0.0
투자자산의감소(증가)	-880.5	-1,036.0	-356.7	-99.0	-89.0
재무활동 현금흐름	12,661.9	-2,178.8	-1,533.5	-3,445.7	-34,420.6
차입금의 증감	12,690.7	-1,923.3	-1,396.2	-2,418.6	-33,265.1
자본의 증가	332.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,108.1	1,911.8	8,187.5	4,868.8	8,571.5
기초현금	3,234.8	4,342.9	6,254.7	14,442.2	19,310.9
기말현금	4,342.9	6,254.7	14,442.2	19,310.9	27,882.4

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	137,421	146,428	154,170	155,198	156,232
EPS(지배주주)	-7,512	5,637	11,955	13,622	13,795
CFPS	17,323	36,980	43,217	46,656	74,844
EBITDAPS	13,226	35,244	42,055	45,158	74,844
BPS	55,837	61,343	73,084	85,106	97,102
DPS	0	214	1,600	1,800	1,800
배당수익률(%)	0.0	1.1	7.5	8.4	8.4
Valuation(Multiple)					
PER	-2.5	3.6	1.8	1.6	1.5
PCR	1.1	0.5	0.5	0.5	0.3
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EBITDA(십억원)	8,490.6	22,625.1	26,998.0	28,989.9	48,047.2
EV/EBITDA	17.0	6.2	5.0	4.4	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.6	9.6	17.8	17.2	15.1
EBITDA 이익률	9.6	24.1	27.3	29.1	47.9
부채비율	543.3	496.0	414.2	353.6	259.3
금융비용부담률	5.0	4.8	4.4	4.3	3.7
이자보상배율(x)	-1.0	1.9	2.8	3.4	3.8
매출채권회전율(x)	8.6	9.1	10.2	10.1	10.1
재고자산회전율(x)	9.4	10.7	11.2	11.1	11.1

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 (2023년 8월 4일부터 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	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.02.27	기업브리프	Buy	28,000	문경원	-33.2	-15.9	(원)
2024.02.25	기업브리프	Buy	31,000	문경원	-28.0	-19.8	
2024.05.12	기업브리프	Buy	27,000	문경원	-24.7	-14.4	
2024.11.01	산업분석	Buy	30,000	문경원	-	-	