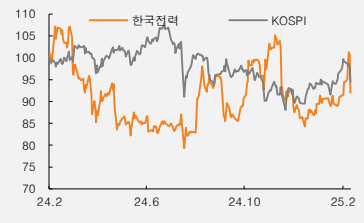


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	27,000원
현재주가(25/2/28)	21,350원
상승여력	26.5%

영업이익(24F,십억원)	8,349
Consensus 영업이익(24F,십억원)	8,792
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	3.6
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,532.78
시가총액(십억원)	13,706
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	45.7
외국인 보유비중(%)	16.0
베타(12M) 일간수익률	0.24
52주 최저가(원)	18,400
52주 최고가(원)	24,850

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.7	-5.3	-12.9
상대주가	1.8	0.5	-8.7



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

한국전력

밸류에이션 정상화에 기대

4Q24 Review: 일회성 비용에도 견조한 실적

한국전력의 4Q24 매출액은 7.1% YoY 증가한 24조 1,315억원을 기록했다. 전기 판매수익이 4.7% YoY 증가했다. 전력 판매량이 산업용(-1.3% YoY)을 중심으로 부진세를 이어갔으나, 지난해 산업용 단가 인상 등 요금 인상 효과로 탑라인 증가가 나타났다.

영업이익은 2조 4,032억원으로 전년 동기 대비 25.7% YoY 증가했다. 연료비(-7.7% YoY)와 구입전력비(-1.5% YoY)의 감소로 원가 부담이 완화되었다. 다만 이집트 원전 등 해외 사업 원가 증가, 신규 자산 증가에 따른 유지비, 원전 복구 총당부채 등의 영향으로 기타영업비용이 9,747억원(28.7% YoY) 증가하며 이익 증가율이 상쇄되었다. 한편 2024년 기준 동사는 연결 순이익 3조 6,186억원, 별도 기준 8,359억원의 순이익으로 흑자 전환했으며, 실적 개선을 바탕으로 2024년말 기준 차입금이 2023년말 대비 2.5% 감소한 125조원을 기록했다.

원가 안정세: 비정상적의 정상화 지속

지난해 산업용 요금인상(9.7%)의 영향이 지속되는 가운데, 원가 안정세 지속으로 실적 개선세는 지속될 전망이다. 환율 상승에도 불구하고 LNG 단가는 톤당 100만원 초반으로 하락할 것으로 전망된다.

2025년 원전 이용률 역시 90%에 육박하며 석탄 발전 감소분을 메울 전망이다. 일부 설계수명 만료 원전 정지에도 발전비중은 유지될 전망이다. 다만, 단기적으로 단가의 추가 인상 기대는 크지 않다. 국내 정국 상황상 정책적인 동력이 크지 않고, 한국전력의 실적이 최악에서 벗어나고 있는 상황이기 때문이다.

투자의견 매수 유지: 밸류에이션 정상화 지속

한국전력에 대한 매수의견 및 목표주가 27,000원을 유지한다. 실적 개선에도 불구하고, 배당에 대한 실망감(214월, 배당수익률 1%), UAE 관련 비용 증가에 대한 우려 등으로 주가가 하락했다. 주가는 P/B 0.3배(2025년 기준) 수준에 머물고 있다. 재무안정화, 실적 개선이 지속될 것으로 예상되는 만큼 밸류에이션 정상화(역사적 평균 PBR 0.4배)는 가능하다는 판단이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액 (십억원)	71,258	88,219	94,001	94,193	96,110
영업이익 (십억원)	-32,655	-4,542	8,349	9,716	10,012
영업이익률 (%)	-45.8	-5.1	8.9	10.3	10.4
순이익 (십억원)	-24,467	-4,823	3,550	3,433	3,755
EPS (원)	-38,112	-7,512	5,530	5,348	5,849
ROE (%)	-46.9	-12.6	9.4	8.4	8.4
P/E (배)	-	-	3.6	4.0	3.7
P/B (배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.1	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q23	3Q24	4Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	22,533	26,103	24,132	22,984	23,733	7.1	-7.6
영업이익	1,912	3,396	2,403	2,204	2,846.8	25.7	-29.2
영업이익률 (%)	8.5	13.0	10.0	9.5	12.0	1.5	-3.1
세전이익	1,009	2,977	1,158	1,027	2,099	14.9	-61.1
순이익	1,233	1,849	1,074	763	1,434	-12.8	-41.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	92,854	95,224	94,001	94,193	1.2	-1.1	판매량 조정 4Q24 반영
영업이익	8,150	9,822	8,349	9,716	2.4	-1.1	
세전이익	5,090	4,669	5,222	4,596	2.6	-1.6	
순이익	3,239	3,487	3,550	3,433	9.6	-1.6	
EPS (원)	5,046	5,432	5,530	5,348	9.6	-1.6	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

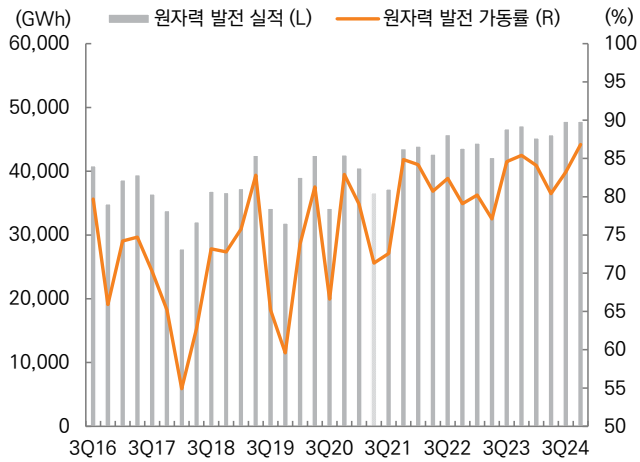
(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	24,132	24,417	21,027	25,994	22,754	94,001	94,193	96,110
전기판매수익	22,165	19,541	25,022	22,162	23,385	19,903	24,885	21,738	88,890	89,911	88,890
해외사업수익	204	236	259	1,195	240	348	348	271	1,894	1,208	1,894
기타	924	698	822	774	792	776	761	745	3,218	3,074	5,326
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,403	3,256	1,303	3,562	1,595	8,349	9,716	10,012
세전이익	738	349	2,977	1,158	1,971	35	2,285	306	5,222	4,596	5,027
순이익(지배)	561	65	1,849	1,074	1,472	26	1,707	229	3,550	3,433	3,755
영업이익률 (%)	5.6	6.1	13.0	10.0	13.3	6.2	13.7	7.0	8.9	10.3	10.4
세전이익률 (%)	3.2	1.7	11.4	4.8	8.1	0.2	8.8	1.3	5.6	4.9	5.2
순이익률 (%)	2.6	0.6	7.2	4.5	6.2	0.1	6.8	1.0	3.8	3.6	3.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

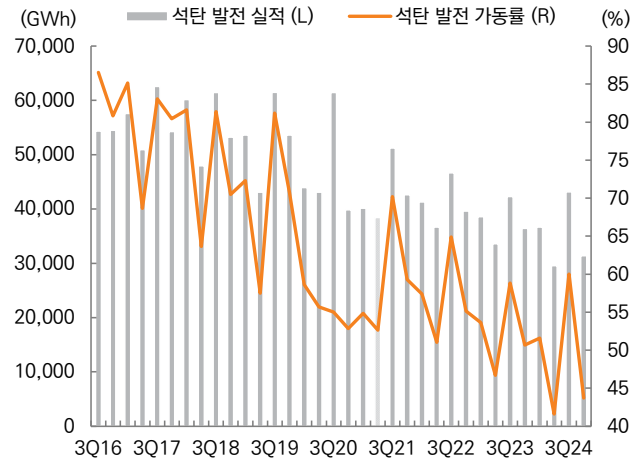
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



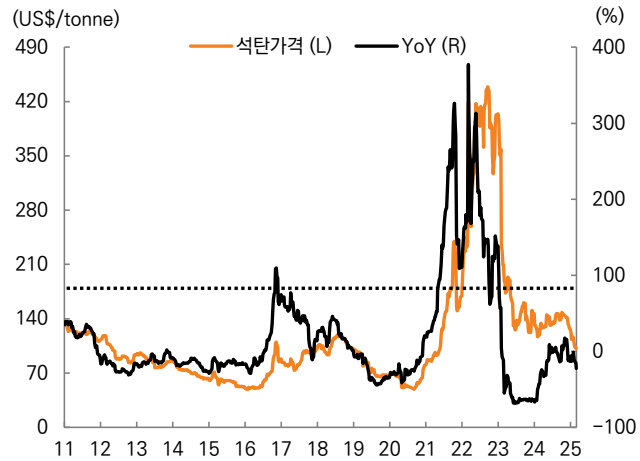
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



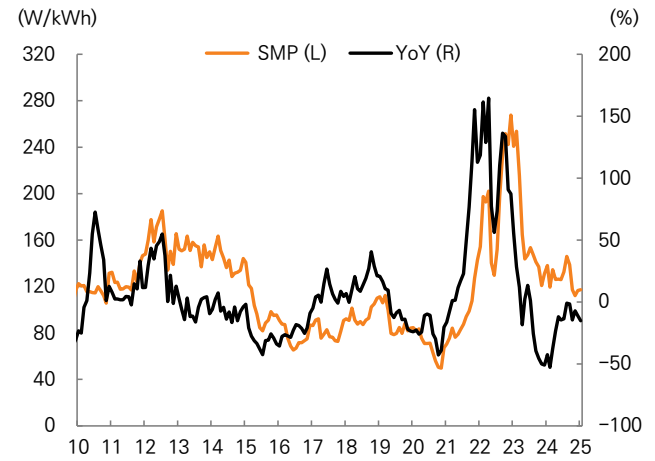
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 석탄 가격 추이



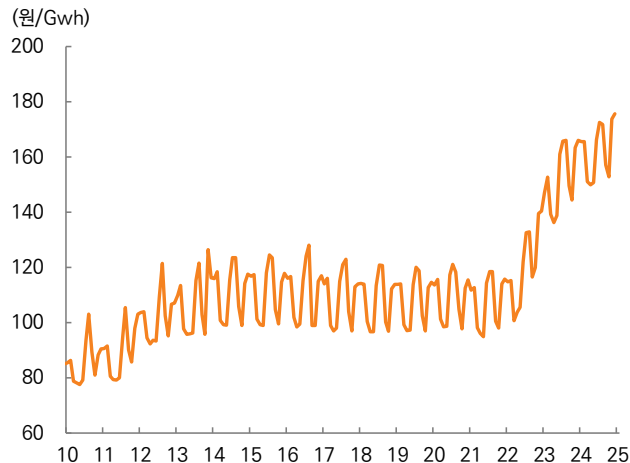
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SMP 추이



자료: 전력통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

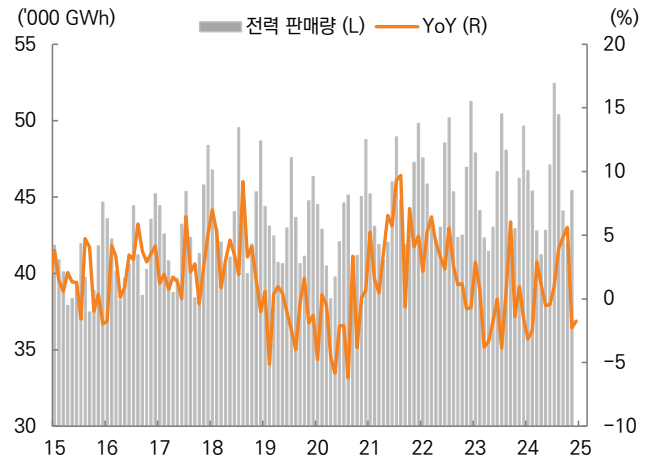
그림 5. 전력 판매 단가



주: 2024년 12월 전력통계월보 기준

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

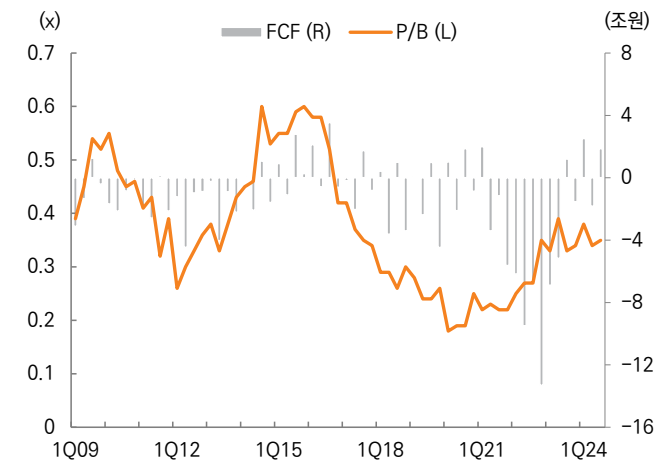
그림 6. 전력 판매량



주: 2024년 12월 전력통계월보 기준

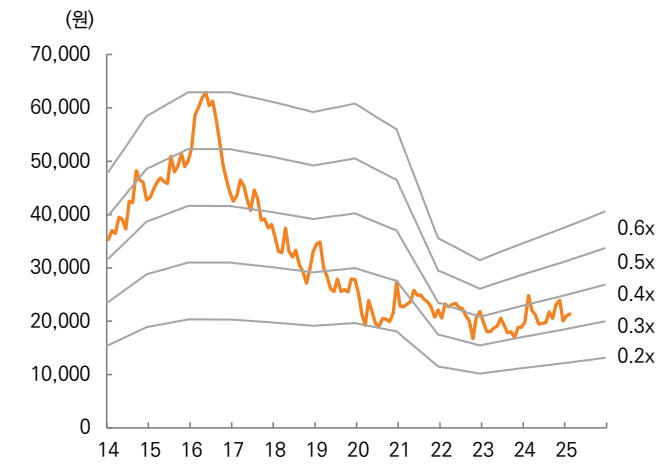
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한국전력 PBR vs. FCF



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	88,219	94,001	94,193	96,110
매출원가	89,700	82,483	81,325	82,900
매출총이익	-1,481	11,518	12,868	13,210
판매비와관리비	3,062	3,169	3,152	3,198
조정영업이익	-4,542	8,349	9,716	10,012
영업이익	-4,542	8,349	9,716	10,012
비영업손익	-3,012	-3,127	-5,120	-4,985
금융손익	-4,022	-4,113	-3,926	-3,790
관계기업등 투자손익	613	922	0	0
세전계속사업손익	-7,554	5,222	4,596	5,027
계속사업법인세비용	-2,838	1,542	1,057	1,156
계속사업이익	-4,716	3,680	3,539	3,871
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-4,716	3,680	3,539	3,871
지배주주	-4,823	3,550	3,433	3,755
비지배주주	106	130	106	116
총포괄이익	-4,945	3,595	3,539	3,871
지배주주	-5,033	3,481	3,536	3,867
비지배주주	88	113	4	4
EBITDA	8,491	22,536	23,930	24,156
FCF	-12,386	4,068	652	7,047
EBITDA 마진율 (%)	9.6	24.0	25.4	25.1
영업이익률 (%)	-5.1	8.9	10.3	10.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.5	3.8	3.6	3.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,522	16,851	15,152	19,047
당기순이익	-4,716	3,680	3,539	3,871
비현금수익비용가감	15,837	19,967	19,191	19,085
유형자산감가상각비	12,869	14,026	14,074	14,026
무형자산상각비	163	161	139	118
기타	2,805	5,780	4,978	4,941
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5,142	-1,849	-2,600	1,033
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-858	-636	673	-267
재고자산 감소(증가)	148	-1,061	542	-215
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4,115	484	-265	105
법인세납부	-566	-747	-1,057	-1,156
투자활동으로 인한 현금흐름	-13,074	-13,787	-14,288	-12,084
유형자산처분(취득)	-13,599	-12,477	-14,500	-12,000
무형자산감소(증가)	-75	-58	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-24	-246	212	-84
기타투자활동	624	-1,006	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	12,662	-3,977	-1,461	-6,753
장단기금융부채의 증가(감소)	12,691	-3,721	-1,324	-6,561
자본의 증가(감소)	332	0	0	0
배당금의 지급	-56	-91	-137	-193
기타재무활동	-305	-165	0	1
현금의 증가	1,108	-678	-6	-25
기초현금	3,235	4,343	3,665	3,659
기말현금	4,343	3,665	3,659	3,634

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

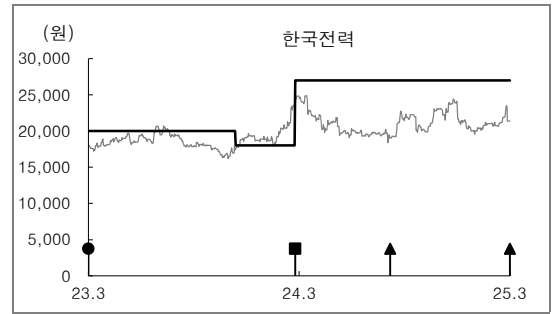
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	29,536	31,571	30,153	30,689
현금 및 현금성자산	4,343	3,665	3,659	3,634
매출채권 및 기타채권	11,354	12,159	11,465	11,741
재고자산	8,876	9,505	8,963	9,178
기타유동자산	4,963	6,242	6,066	6,136
비유동자산	210,179	212,567	212,118	210,266
관계기업투자등	9,663	10,348	9,758	9,992
유형자산	179,876	180,647	181,073	179,047
무형자산	1,133	1,008	868	750
자산총계	239,715	244,138	242,271	240,956
유동부채	61,248	69,016	71,101	65,014
매입채무 및 기타채무	6,482	6,942	6,546	6,703
단기금융부채	41,752	48,137	51,414	44,853
기타유동부채	13,014	13,937	13,141	13,458
비유동부채	141,202	134,292	126,938	128,032
장기금융부채	96,139	86,033	81,433	81,433
기타비유동부채	45,063	48,259	45,505	46,599
부채총계	202,450	203,309	198,040	193,046
지배주주지분	35,845	39,374	42,670	46,233
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	16,338	20,189	23,484	27,047
비지배주주지분	1,420	1,455	1,561	1,677
자본총계	37,265	40,829	44,231	47,910

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	3.6	4.0	3.7
P/CF (x)	1.1	0.5	0.6	0.6
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	17.2	6.2	5.9	5.5
EPS (원)	-7,512	5,530	5,348	5,849
CFPS (원)	17,322	36,836	35,407	35,758
BPS (원)	55,837	61,334	66,468	72,017
DPS (원)	0	214	300	300
배당성향 (%)	0.0	3.7	5.4	5.0
배당수익률 (%)	0.0	1.1	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	23.8	6.6	0.2	2.0
EBITDA증가율 (%)	흑전	165.4	6.2	0.9
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	16.4	3.0
EPS증가율 (%)	적지	흑전	-3.3	9.4
매출채권 회전율 (회)	8.6	8.2	8.2	8.5
재고자산 회전율 (회)	9.4	10.2	10.2	10.6
매입채무 회전율 (회)	15.1	18.3	18.0	18.7
ROA (%)	-2.0	1.5	1.5	1.6
ROE (%)	-12.6	9.4	8.4	8.4
ROIC (%)	-1.5	2.9	3.8	4.2
부채비율 (%)	543.3	497.9	447.7	402.9
유동비율 (%)	48.2	45.7	42.4	47.2
순차입금/자기자본 (%)	355.4	309.0	282.4	247.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.0	1.8	2.2	2.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2024.08.09	매수	27,000	-	-
2024.02.26	Trading Buy	27,000	-22.90	-7.96
2023.11.15	중립	18,000	8.06	30.83
2023.02.28	중립	20,000	-7.86	3.50



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력 와(과) 주식매수계약 체결 등의 기타이해관계에 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.