

2025. 1. 16



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 30,000 원**현재주가 (1.15)** 20,400 원**상승여력** 47.1%

KOSPI 2,496.81pt

시가총액 130,961억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 45.67%

외국인비중 15.82%

52주 최고/최저가 24,850원/18,030원

평균거래대금 458.7억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

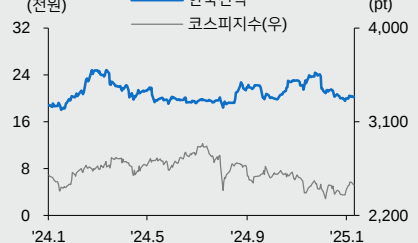
국민연금공단 6.88

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.4 4.0 9.1

상대주가 -4.5 19.1 10.4

주가그래프

한국전력 015760

4Q24 Preview: 손익보다 중요한 것

- ✓ 4Q24 연결 영업이익은 2,96조원을 기록하며 컨센서스(2,59조원)를 상회할 전망
- ✓ SMP 하락으로 이익 개선되고 있지만 낮은 기저 발전 가동률은 아쉬움
- ✓ 2024년 배당 가능 이익 생길 전망. 혹시 배당 재개 가능할까?
- ✓ 배당 재개된다면 비우호적인 매크로 상황에도 불구하고 밸류에이션 재평가 가능
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 30,000원을 유지

생각보다 낮았던 SMP가 4분기 실적 호조를 견인

4Q24 연결 영업이익은 2,96조원(+54.8% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,59조원)를 상회할 전망이다. SMP가 기존 가정치 보다 빠르게 하락(-17.1% QoQ)하면서 구입 원가가 하락한 것이 주요 원인이다. 다만 석탄 발전량이 -15.1% YoY 감소하면서 이익 개선 폭을 제한했다. 2024년 기저 발전(원전+ 석탄) 비중은 60.2%로, 직전 5개년 평균보다 3.7%p 낮다. 송변전 제약이 영향을 주고 있는 것으로 보인다. 원전 해체 총당부채 등 수선비 단에서의 비용 변동이 이번 분기 실적 변수가 될 수 있다.

흑자 전환했던 2024년, 혹시 배당도 가능할까?

특별한 영업외 손실이 없다면 2024년 연간 별도 순이익은 5,065억원을 기록할 전망이다. 즉, 배당 가능 이익이 생길 전망이다. 3월 주주총회를 통해 배당 여부가 확정되는데 배당 재개 여부는 현재로서는 확신할 수 없다. 2024년 재개하더라도 그 규모는 의미가 없는 수준이겠지만, 만약 재개한다면 주가 측면에서는 큰 의미가 있다. 미래 배당에 대한 가치를 시장으로부터 인정받을 수 있는 계기가 되기 때문이다. 2025년부터는 유의미한 배당이 예상된다. 2025년 별도 순이익 예상치 6,500원에 배당성향 20%를 적용시 약 1,300원의 배당이 예상된다.

매크로 변수 비우호적이지만, 지금은 배당 재개가 무엇보다 중요

최근 유가, 가스 가격 상승과 환율 상승이 실적 전망치를 끌어내리고 있다. 그러나 현 시점에서는 이익의 방향성보다 배당 재개를 통한 밸류에이션 재평가가 중요하다. 현 PBR(0.30배) 상에서는 하방도 제한적이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 30,000

(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	93,718.0	8,905.8	3,986.8	6,210	흑전	61,917	3.2	0.3	6.1	10.5	490.0
2025E	99,143.5	12,895.7	8,578.9	13,364	110.5	75,280	1.5	0.3	4.8	19.5	401.3
2026E	100,358.2	15,701.7	9,818.7	15,295	14.5	90,575	1.3	0.2	4.0	18.4	332.3

표1 한국전력 4Q24 Preview

(십억원)	4Q24E	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	23,848.2	22,533.0	5.8	26,103.4	-8.6	23,660.4	0.8
영업이익	2,960.1	1,911.7	54.8	3,396.1	-12.8	2,589.2	14.3
세전이익	1,910.1	1,008.6	89.4	2,976.6	-35.8	1,637.6	16.6
지배순이익	1,512.8	1,232.8	22.7	1,849.3	-18.2	1,288.0	17.5

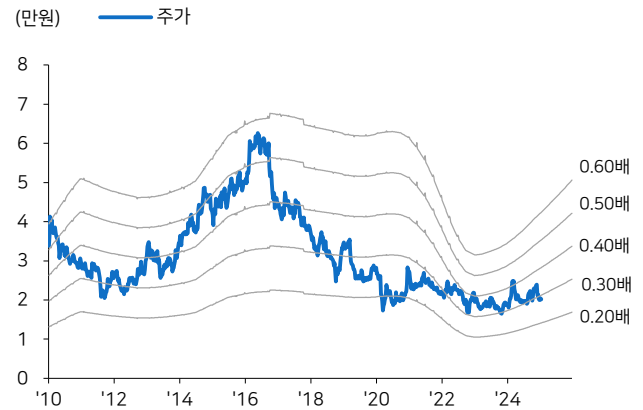
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	93,630.6	99,391.2	93,718.0	99,143.5	0.1%	-0.2%
영업이익	8,958.1	14,253.6	8,905.8	12,895.7	-0.6%	-9.5%
영업이익률	9.6%	14.3%	9.5%	13.0%	-0.1%p	-1.3%p
당기순이익	4,336.6	9,668.0	4,118.1	8,662.9	-5.0%	-10.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 12개월 선행 PBR



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	77.0	73.0	73.0	73.0	82.1	79.6	74.0	74.5
원/달러 환율	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,450.0	1,410.0	1,380.0	1,350.0	1,305.7	1,363.4	1,397.5	1,350.0
SMP(원/kWh)	130.7	126.1	139.1	115.4	124.9	130.2	134.2	125.5	166.4	127.8	128.7	127.3
석탄 발전단가(원/kWh)	80.0	64.8	74.7	73.0	76.9	79.8	82.1	77.2	92.5	75.9	79.0	75.5
LNG 발전단가(원/kWh)	206.7	183.8	184.5	175.4	169.9	175.2	179.2	170.5	215.9	187.6	173.7	172.3
원전이용률(%)	85.0	80.4	83.2	87.0	84.0	84.0	84.0	84.0	84.3	83.9	84.0	84.0
석탄이용률(%)	52.2	48.8	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	167.2	170.2	165.6	175.9	170.3	152.7	162.7	170.5	171.5
실적 전망												
연결 매출	23,292.7	20,473.7	26,103.4	23,848.2	24,864.3	22,008.4	27,721.3	24,549.6	88,219.5	93,718.0	99,143.5	100,358.2
매출액 증가율(% YoY)	7.9	4.3	6.7	5.8	6.7	7.5	6.2	2.9	23.8	6.2	5.8	1.2
매출원가	21,303.2	18,460.8	21,951.1	19,947.2	20,267.7	19,245.4	22,304.0	21,169.5	89,699.5	81,662.3	82,986.7	81,290.7
연료비	6,160.1	4,756.3	6,724.7	5,098.5	5,349.9	4,781.2	6,924.2	5,215.7	26,978.3	22,739.6	22,270.9	21,431.1
구입전력비	9,202.9	7,969.7	9,646.7	7,933.0	8,830.5	8,509.4	9,703.2	8,985.0	38,304.3	34,752.3	36,028.0	35,005.7
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	1,836.7	1,144.2	965.8	757.8	1,873.4	6,375.5	4,618.0	4,741.2	4,836.0
매출총이익	1,989.6	2,012.9	4,152.2	3,901.0	4,596.6	2,762.9	5,417.2	3,380.0	-1,480.1	12,055.8	16,156.8	19,067.5
매출총이익률(%)	8.5	9.8	15.9	16.4	18.5	12.6	19.5	13.8	-1.7	12.9	16.3	19.0
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	2.8	3.9	3.5	3.4	3.3	3.4
영업이익	1,299.3	1,250.3	3,396.1	2,960.1	3,871.2	1,981.5	4,630.7	2,412.4	-4,541.6	8,905.8	12,895.7	15,701.7
영업이익 성장률(%YoY)	흑전	흑전	70.1	54.8	197.9	58.5	36.4	-18.5	적축	흑전	44.8	21.8
영업이익률(%)	5.6	6.1	13.0	12.4	15.6	9.0	16.7	9.8	-5.1	9.5	13.0	15.6
금융손익	-1,014.0	-1,055.9	-799.4	-481.1	-282.7	-1,330.7	-1,174.8	-1,185.6	-3,922.0	-3,350.5	-3,973.8	-3,121.3
기타손익	47.9	59.2	127.8	-767.8	-1,067.0	799.4	601.7	602.4	296.6	-532.9	936.6	10.2
종속,관계기업 관련 손익	404.5	95.5	252.2	198.9	412.6	97.4	257.2	202.9	613.0	951.1	970.1	989.5
세전이익	737.8	349.0	2,976.6	1,910.1	2,934.2	1,547.5	4,314.9	2,032.1	-7,554.0	5,973.6	10,828.7	13,580.1
연결 당기순이익	595.9	114.4	1,879.6	1,528.1	2,347.3	1,238.0	3,451.9	1,625.7	-4,716.1	4,118.1	8,662.9	9,845.6
당기순이익률(%)	2.6	0.6	7.2	6.4	9.4	5.6	12.5	6.6	-5.3	4.4	8.7	9.8
순이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	125.6	20.7	293.9	982.0	83.6	6.4	적축	흑전	110.4	13.7
지배주주 순이익	561.5	65.1	1,849.3	1,512.8	2,323.9	1,225.7	3,417.4	1,609.4	-4,822.5	3,988.7	8,576.3	9,747.1

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	71,257.9	88,219.5	93,718.0	99,143.5	100,358.2
매출액증가율(%)	17.4	23.8	6.2	5.8	1.2
매출원가	100,903.6	89,699.5	81,662.3	82,986.7	81,290.7
매출총이익	-29,645.7	-1,480.1	12,055.8	16,156.8	19,067.5
판매관리비	3,009.4	3,061.6	3,150.0	3,261.1	3,365.8
영업이익	-32,655.2	-4,541.7	8,905.8	12,895.7	15,701.7
영업이익률(%)	-45.8	-5.1	9.5	13.0	15.6
금융손익	-2,913.5	-3,922.0	-3,352.9	-3,970.5	-3,021.6
종속/관계기업손익	1,310.4	613.0	951.1	970.1	989.6
기타영업외손익	414.6	296.6	-532.9	936.6	10.2
세전계속사업이익	-33,843.6	-7,554.0	5,971.1	10,832.0	13,679.8
법인세비용	-9,414.5	-2,837.8	1,855.0	2,166.4	3,762.0
당기순이익	-24,429.1	-4,716.1	4,116.2	8,665.6	9,917.9
지배주주지분 순이익	-24,466.9	-4,822.6	3,986.8	8,578.9	9,818.7

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	29,750.6	29,536.2	29,557.7	36,547.2	45,090.2
현금및현금성자산	3,234.8	4,342.9	6,315.7	15,669.7	22,567.7
매출채권	9,504.1	11,009.5	9,451.9	9,729.9	9,853.3
재고자산	9,930.7	8,875.6	8,606.5	8,859.6	8,972.0
비유동자산	205,054.5	210,178.8	213,548.9	213,465.2	213,349.3
유형자산	177,865.3	179,875.5	181,719.8	181,193.1	180,849.6
무형자산	1,056.8	1,133.1	1,067.8	1,136.0	1,197.3
투자자산	12,328.9	13,208.8	14,093.6	14,468.3	14,634.7
자산총계	234,805.0	239,715.0	243,106.6	250,012.4	258,439.5
유동부채	44,518.6	61,248.4	67,637.3	65,558.2	64,294.1
매입채무	7,529.9	4,341.5	3,942.0	4,057.9	4,109.4
단기차입금	8,820.4	10,667.3	8,840.0	11,540.0	12,977.0
유동성장기부채	13,838.6	30,454.0	39,374.4	36,197.0	33,269.8
비유동부채	148,286.2	141,201.8	134,266.6	134,585.9	134,359.2
사채	94,984.0	89,117.7	81,361.0	80,326.0	79,291.0
장기차입금	2,962.3	3,392.8	2,401.3	2,498.9	2,600.3
부채총계	192,804.7	202,450.2	201,903.9	200,144.1	198,653.3
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	760.0	760.0	760.0
이익잉여금	21,431.3	16,338.3	20,625.4	29,204.3	39,023.0
비지배주주지분	1,454.9	1,419.7	1,454.4	1,541.1	1,640.3
자본총계	42,000.3	37,264.8	41,202.8	49,868.3	59,786.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-23,477.5	1,522.2	17,806.0	22,318.5	25,151.1
당기순이익(손실)	-24,429.1	-4,716.1	4,116.2	8,665.6	9,917.9
유형자산상각비	12,305.3	12,869.1	14,119.4	14,460.2	14,416.5
무형자산상각비	156.2	163.2	156.9	144.0	153.1
운전자본의 증감	-3,512.6	-5,141.7	-1,419.6	-951.3	663.7
투자활동 현금흐름	-14,953.8	-13,073.8	-13,714.1	-11,569.3	-15,838.0
유형자산의증가(CAPEX)	-12,346.9	-13,908.4	-13,949.9	-13,933.6	-14,072.9
투자자산의감소(증가)	-1,979.8	-880.5	-884.7	-374.7	-166.4
재무활동 현금흐름	38,997.9	12,661.9	-2,186.8	-1,395.2	-2,415.1
차입금의 증감	40,183.2	12,690.7	-1,931.2	-1,395.2	-2,415.1
자본의 증가	37.5	332.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	599.5	1,108.1	1,972.8	9,354.0	6,898.0
기초현금	2,635.2	3,234.8	4,342.9	6,315.7	15,669.7
기말현금	3,234.8	4,342.9	6,315.7	15,669.7	22,567.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	111,000	137,421	145,986	154,438	156,330
EPS(지배주주)	-38,113	-7,512	6,210	13,364	15,295
CFPS	-26,867	17,323	38,039	44,948	48,711
EBITDAPS	-31,456	13,226	36,111	42,837	47,154
BPS	63,158	55,837	61,917	75,280	90,575
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-0.6	-2.5	3.2	1.5	1.3
PCR	-0.8	1.1	0.5	0.5	0.4
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EBITDA(십억원)	-20,193.7	8,490.6	23,182.0	27,500.0	30,271.2
EV/EBITDA	-6.6	17.0	6.1	4.8	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-46.9	-12.6	10.5	19.5	18.4
EBITDA 이익률	-28.3	9.6	24.7	27.7	30.2
부채비율	459.1	543.3	490.0	401.3	332.3
금융비용부담률	4.0	5.0	4.8	4.4	4.3
이자보상배율(x)	-11.6	-1.0	2.0	2.9	3.7
매출채권회전율(x)	8.4	8.6	9.2	10.3	10.2
재고자산회전율(x)	8.1	9.4	10.7	11.4	11.3

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)	
2023.01.02	기업브리프	Buy	28,000	문경원	-33.5	-26.1	
2024.01.02	1년 경과				-28.7	-15.9	
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	-	-	