



한국전력 (015760)

당분간 이익 개선 지속

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 33,000원

현재 주가(1/14)	20,150 원
상승여력	▲63.8%
시가총액	129,356 억원
발행주식수	641,964 천주
52 주 최고가 / 최저가	24,850 / 18,030 원
90 일 일평균 거래대금	443.9 억원
외국인 지분율	15.8%

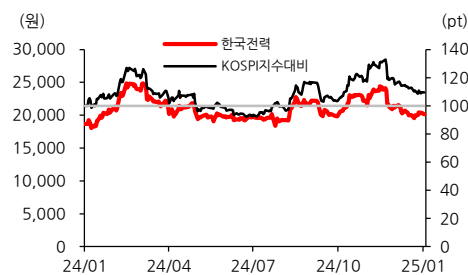
주주 구성	
한국산업은행 (외 3 인)	51.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.9%
안중은 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.6	1.5	2.0	7.9
상대수익률(KOSPI)	-5.4	5.6	14.8	9.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	88,219	93,346	96,982	97,457
영업이익	-4,542	9,150	13,940	15,036
EBITDA	8,491	23,143	27,503	28,721
지배주주순이익	-4,823	4,052	8,091	9,012
EPS	-7,512	6,312	12,603	14,038
순차입금	132,452	130,155	124,298	116,446
PER	-2.5	3.9	1.6	1.4
PBR	0.3	0.4	0.3	0.2
EV/EBITDA	17.0	6.3	5.0	4.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-12.6	10.7	18.5	17.3

주가 추이



한국전력의 4 분기 영업이익은 시장 기대치를 상회한 것으로 추정됩니다. 동사의 이익 개선은 올해도 지속될 것으로 예상되며, 이를 바탕으로 회사의 정상화에도 속도가 더해질 것으로 기대됩니다. 동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 33,000 원을 유지합니다.

4Q24 Preview: 영업이익, 시장 기대치 상회 예상

한국전력의 4분기 매출액은 23.5조 원, 영업이익 3.2조 원으로 전년 동기 대비 각각 +4.2%, +67.6%를 기록한 것으로 추정한다. 시장 컨센서스인 영업이익 2.6조 원 대비 23.8% 높은 수치다. 10월 산업용 전기요금 인상(+9.7%, 16.1원) 효과가 지속되는 가운데 원자력 발전량 증가와 기대보다 낮은 SMP(기준 kWh당 122원 추정→ 115원) 등을 반영하여 시장 기대치를 상회한 것으로 추정했다. 이렇게 되면 2024년 연간 영업이익 9.15조 원, 순이익 4조 원으로 직전 3년 간의 적자를 벗어나 완전한 이익 턴어라운드를 기록하게 된다.

회사 정상화의 첫 단계는 이익 개선

요금 인상 효과와 에너지 가격 안정화 등으로 동사의 이익 개선은 당분간 가파를 것으로 예상되며, 이로써 2025~26년 실적 컨센서스는 영업이익 13조 원, 지배순이익 7조 원대 수준으로 올라온 상태다. 기대할 수 있는 이익 레벨이 절대적으로 높아진 만큼 이후 차입금 상환이나 배당 재개 등 회사의 정상화에도 속도를 붙여나갈 것으로 기대된다. 반면, 전기요금 추가 인상에 대한 기대감은 낮출 필요가 있겠으며, 현재로서는 연료비조정단가 동결(+5원)로서 요금인상 효과를 내는 것이 최선이라는 판단이다.

투자의견 BUY, 목표주가 33,000원 유지

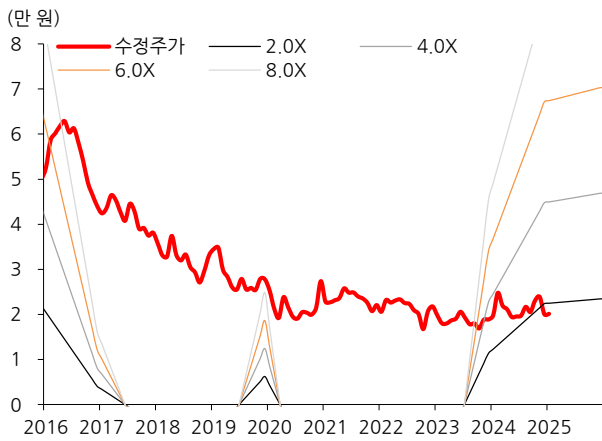
한국전력에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 33,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 0.44배(예상 ROE 18.4%)를 적용해 산출했다. 2025년 뚜렷한 실적 개선을 바탕으로 회사의 정상화에 속도를 붙일 것으로 기대되는 만큼 동사의 주가도 극심한 저평가 구간을 벗어날 필요가 있겠다. 당사 추정치 기준 2025년 순이익은 전년대비 두 배 가량 증가, ROE는 18%대가 예상되는데 반해 동사의 주가는 컨센서스 기준 12M Fwd. P/E 1.8배, P/B 0.27배 수준에 불과하다.

[표1] 한국전력의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	75,475	12개월 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.44	12개월 예상 ROE 18.4%, COE 9.0%, 영구성장을 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	33,061	
목표 주가(원)	33,000	
현재 주가(원)	20,150	
상승 여력	64%	

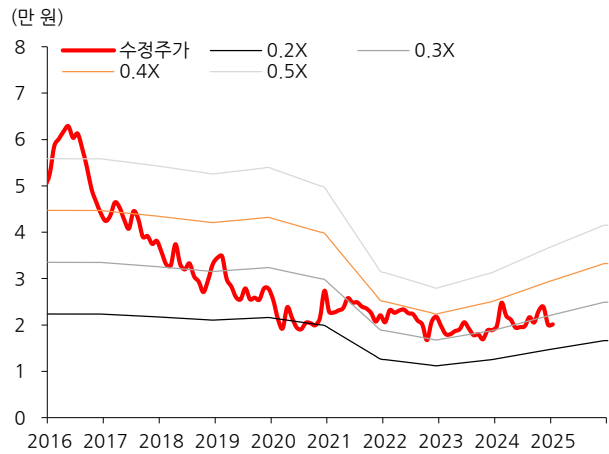
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



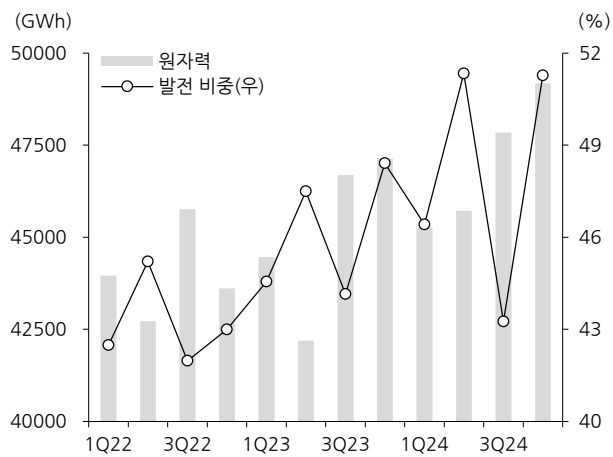
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

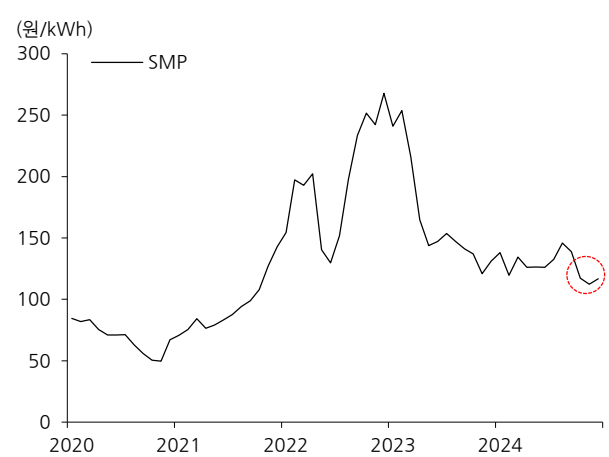
[그림3] 원자력 발전량 및 발전 비중 추이



주: 2024년 4분기 수치는 당사 추정치, 비중은 한전 발전량 기준

자료: 전력통계, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] SMP 추이



자료: EPSIS, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한국전력의 2024년 4분기 실적 예상치

(단위: 십억 원)

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		증감		컨센서스 차이
					예상치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	22,533	23,293	20,474	26,103	23,477	23,660	4.2%	-10.1%	-0.8%
영업이익	1,912	1,299	1,250	3,396	3,205	2,589	67.6%	-5.6%	23.8%
지배주주순이익	1,233	561	65	1,849	1,576	1,288	27.8%	-14.8%	22.4%
영업이익률	8.5%	5.6%	6.1%	13.0%	13.7%	10.9%	5.2%P	0.6%P	2.7%P
순이익률	5.5%	2.4%	0.3%	7.1%	6.7%	5.4%	1.2%P	-0.4%P	1.3%P

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한국전력의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	23,293	20,474	26,103	23,477	24,451	21,790	26,750	23,992	88,219	93,346	96,982	97,457
YoY(%)	7.9	4.3	6.7	4.2	5.0	6.4	2.5	2.2	23.8	5.8	3.9	0.5
전기판매수익	22,165	19,541	25,022	22,378	23,343	20,876	25,690	22,912	82,955	89,106	92,820	93,344
기타매출	1,128	933	1,081	1,098	1,108	914	1,060	1,080	5,250	4,240	4,162	4,112
매출원가/판매비	21,993	19,223	22,707	20,272	20,958	19,432	21,601	21,051	92,761	84,196	83,042	82,421
연료비	6,160	4,756	6,725	5,320	5,923	4,873	6,457	5,353	26,978	22,961	22,607	21,873
구입전력비	9,203	7,970	9,647	7,701	8,299	7,969	8,733	8,291	38,304	34,521	33,291	32,987
감가상각비	2,809	2,843	2,884	2,797	2,819	2,842	2,870	2,842	11,314	11,332	11,373	11,515
기타	3,822	3,655	3,452	4,454	3,917	3,748	3,541	4,565	11,872	10,690	10,850	10,959
영업이익	1,299	1,250	3,396	3,205	3,493	2,358	5,148	2,941	-4,542	9,150	13,940	15,036
YoY(%)	후자전환	후자전환	70.1	67.6	168.8	88.6	51.6	-8.2	적자지속	후자전환	52.3	7.9
영업이익률(%)	5.6	6.1	13.0	13.7	14.3	10.8	19.2	12.3	-5.1	9.8	14.4	15.4
영업외손익	-562	-901	-419	-884	-508	-762	-672	-532	-3,012	-2,766	-2,474	-2,264
세전이익	738	349	2,977	2,321	2,985	1,596	4,476	2,409	-7,554	6,384	11,466	12,772
순이익	596	114	1,880	1,625	2,149	1,149	3,223	1,734	-4,716	4,215	8,256	9,196
YoY(%)	후자전환	후자전환	125.6	38.7	260.6	904.4	71.5	6.8	적자지속	후자전환	95.9	11.4
순이익률(%)	2.6	0.6	7.2	6.9	8.8	5.3	12.0	7.2	-5.5	4.5	8.5	9.4
지배주주순이익	561	65	1,849	1,576	2,106	1,126	3,158	1,700	-4,823	4,052	8,091	9,012
[주요 가정]												
전기판매량(GWh)	141,696	126,787	149,900	132,156	142,270	127,549	147,960	132,522	545,966	550,539	550,301	553,621
판매단가(원/kWh)	161	156	167	166	168	165	174	169	153	163	169	169
SMP(원/kWh)	131	126	139	115	121	125	127	128	166	128	125	121
LNG(천원/톤)	1,157	1,022	1,075	1,086	1,136	1,075	1,057	1,068	1,356	1,086	1,082	1,024
석탄(천원/톤)	196	190	185	191	196	193	192	192	230	190	193	186
환율(원/달러)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,450	1,430	1,420	1,420	1,306	1,365	1,430	1,390

자료: 한국전력, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	71,258	88,219	93,346	96,982	97,457
매출총이익	-29,646	-1,480	12,375	17,516	18,770
영업이익	-32,655	-4,542	9,150	13,940	15,036
EBITDA	-20,194	8,491	23,143	27,503	28,721
순이자손익	-2,449	-3,996	-4,105	-4,020	-3,837
외화관련손익	-904	-397	-411	0	0
지분법손익	1,310	613	752	0	0
세전계속사업손익	-33,844	-7,554	6,384	11,466	12,772
당기순이익	-24,429	-4,716	4,215	8,256	9,196
지배주주순이익	-24,467	-4,823	4,052	8,091	9,012
증가율(%)					
매출액	24.0	23.8	5.8	3.9	0.5
영업이익	적전	적지	흑전	52.3	7.9
EBITDA	적전	흑전	172.6	18.8	4.4
순이익	적전	적지	흑전	95.9	11.4
이익률(%)					
매출총이익률	-41.6	-1.7	13.3	18.1	19.3
영업이익률	-45.8	-5.1	9.8	14.4	15.4
EBITDA 이익률	-28.3	9.6	24.8	28.4	29.5
세전이익률	-47.5	-8.6	6.8	11.8	13.1
순이익률	-34.3	-5.3	4.5	8.5	9.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	-23,478	1,522	17,487	21,986	24,087
당기순이익	-24,429	-4,716	4,215	8,256	9,196
자산상각비	12,461	13,032	13,992	13,563	13,685
운전자본증감	-3,513	-5,142	-1,763	-1,557	-577
매출채권 감소(증가)	-1,829	-858	395	272	-75
재고자산 감소(증가)	-3,001	148	-560	-198	-61
매입채무 증가(감소)	2,844	-4,115	-515	-1,934	-756
투자현금흐름	-14,954	-13,074	-15,438	-16,191	-16,300
유형자산처분(취득)	-11,717	-13,599	-13,678	-15,290	-15,365
무형자산 감소(증가)	-80	-75	-71	-55	-55
투자자산 감소(증가)	0	0	-15	-62	-65
재무현금흐름	38,998	12,662	-598	-4,440	-6,075
차입금의 증가(감소)	38,631	12,119	-837	-4,440	-6,075
자본의 증가(감소)	-56	-56	0	0	0
배당금의 지급	-56	-56	0	0	0
총현금흐름	-17,248	11,120	23,116	23,543	24,664
(-)운전자본증감(감소)	3,410	439	817	1,557	577
(-)설비투자	12,347	13,908	13,985	15,290	15,365
(+)자산매각	550	235	236	-55	-55
Free Cash Flow	-32,455	-2,992	8,550	6,641	8,667
(-)기타투자	3,259	4,103	2,620	783	815
잉여현금	-35,714	-7,095	5,930	5,857	7,852
NOPLAT	-23,675	-3,293	6,041	10,037	10,826
(+) Dep	12,461	13,032	13,992	13,563	13,685
(-)운전자본투자	3,410	439	817	1,557	577
(-)Capex	12,347	13,908	13,985	15,290	15,365
OpFCF	-26,970	-4,608	5,231	6,752	8,570

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	29,751	29,536	32,430	33,954	36,055
현금성자산	4,389	5,440	7,394	8,811	10,588
매출채권	10,396	11,913	11,577	11,306	11,381
재고자산	9,931	8,876	9,005	9,202	9,263
비유동자산	205,054	210,179	214,160	216,725	219,275
투자자산	26,132	29,170	31,095	31,878	32,694
유형자산	177,865	179,876	182,043	183,914	185,725
무형자산	1,057	1,133	1,022	933	856
자산총계	234,805	239,715	246,589	250,679	255,330
유동부채	44,519	61,248	71,135	65,769	62,441
매입채무	11,577	8,737	7,718	5,784	5,029
유동성이자부채	23,318	41,752	51,516	47,601	44,526
비유동부채	148,286	141,202	134,404	135,769	134,736
비유동이자부채	101,883	96,139	86,033	85,508	82,508
부채총계	192,805	202,450	205,539	201,539	197,178
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,112	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	21,431	16,338	20,690	28,781	37,793
자본조정	13,792	13,852	13,266	13,266	13,266
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	42,000	37,265	41,050	49,140	58,153

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-38,112	-7,512	6,312	12,603	14,038
BPS	63,158	55,837	61,702	74,305	88,344
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-26,867	17,322	36,008	36,674	38,420
ROA(%)	-11.0	-2.0	1.7	3.3	3.6
ROE(%)	-46.9	-12.6	10.7	18.5	17.3
ROIC(%)	-16.3	-2.1	3.8	6.3	6.7
Multiples(x, %)					
PER	-0.6	-2.5	3.9	1.6	1.4
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
PSR	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1
PCR	-0.8	1.1	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	-6.7	17.0	6.3	5.0	4.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	459.1	543.3	500.7	410.1	339.1
Net debt/Equity	287.6	355.4	317.1	252.9	200.2
Net debt/EBITDA	-598.3	1,560.0	562.4	451.9	405.4
유동비율	66.8	48.2	45.6	51.6	57.7
이자보상배율(배)	n/a	n/a	2.0	3.1	3.4
자산구조(%)					
투하자본	83.3	82.1	80.6	79.9	79.0
현금+투자자산	16.7	17.9	19.4	20.1	21.0
자본구조(%)					
차입금	74.9	78.7	77.0	73.0	68.6
자기자본	25.1	21.3	23.0	27.0	31.4

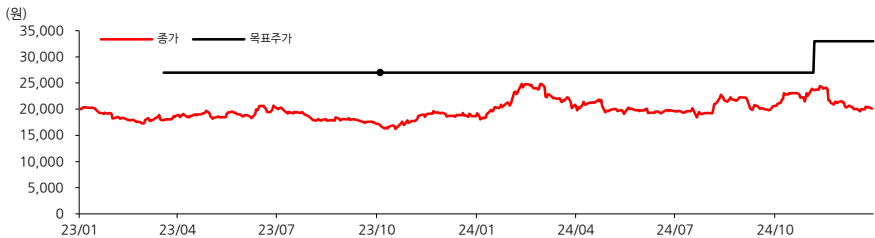
[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 1월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이다연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국전력 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.03	2023.04.03	2023.05.15	2023.07.19	2023.08.14
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		송유림	27,000	27,000	27,000	27,000
일 시	2023.10.16	2023.12.14	2024.07.24	2024.07.26	2024.08.09	2024.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	33,000
일 시	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.15			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	33,000	33,000	33,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.03	Buy	27,000	-28.58	-7.96
2024.07.24	Buy	27,000	-21.53	-11.30
2024.11.21	Buy	33,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%