

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	27,000원
현재주가(24/11/13)	22,200원
상승여력	21.6%

영업이익(24F,십억원)	8,150		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	7,779		
EPS 성장률(24F,%)	흑전		
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.3		
P/E(24F,x)	4.4		
MKT P/E(24F,x)	10.0		
KOSPI	2,417.08		
시가총액(십억원)	14,252		
발행주식수(백만주)	642		
유동주식비율(%)	45.8		
외국인 보유비중(%)	15.6		
베타(12M) 일간수익률	0.21		
52주 최저가(원)	17,400		
52주 최고가(원)	24,850		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.8	14.6	24.2
상대주가	20.2	29.2	23.5



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

015760 · 전력

한국전력

강화되는 실적 모멘텀

3Q24 Review: 판매량 증가와 단가 상승의 하모니

한국전력의 3Q24 매출액은 6.7% YoY 증가한 26조 1,034억원을 기록했다. 전기 판매수익 증가(8.0% YoY)가 기타 매출 감소(-17.2% YoY)를 상쇄했다. 하절기 무더위로 인해 전력 판매량이 3% YoY 증가한 가운데, 단가도 5% YoY 상승했다.

영업이익은 3조 3,961억원(70% YoY)을 기록하며 당사 추정치를 충족했으며, 시장 기대치(3조 1,067억원)를 상회했다. 영업마진(13%)은 3Q20, 절대 이익은 3Q16 이후 최고치이다. 가파른 외형 성장에 비해 연료비(2.8% YoY)와 구입전력비(4.2% YoY) 증가는 제한적이었다. 석탄(-12% YoY), LNG(-4% YoY) 등 주요 원료비 단가의 하락과 함께, 구입전력비 단가의 두자릿수 하락이 있었던 것으로 추정된다.

산업용 요금 인상으로 실적 개선 모멘텀 지속

지난달(10/23) 산업부의 산업용 전기요금 인상(평균 9.7%)은 당초 예상치 못했던 결정이다. 주택용 요금은 동결되었으나, 전체 전력 판매량 내 50% 이상을 차지하는 산업용 판매량의 비중을 고려할 시 4Q24부터 단가 인상효과가 유의미할 전망이다. 원화 약세는 원가 상승 요인이거나, 발전믹스 개선(원전 확대) 등으로 비용 부담을 일부 완화할 수 있을 전망이다.

3Q24말 한국전력의 연결 기준 차입금은 127조원에 달한다. 2023년말 대비 1.4조 원 감소했으나, 절대적으로 높은 수준임은 여전하다. 이자비용(연간 4조원 이상)과 투자비 계획(15조원 이상)을 감내하려면, 동사는 향후 10조원 가까이의 영업이익을 유지해야 한다. 차입금 상환 일정을 감안할 시 그 이상의 영업이익 창출이 필요하다. 향후 원가 상승요인이 발생할 경우, 추가적인 요금 인상이 기대되는 이유이다.

투자의견 매수 유지: 역사적 밸류에이션 평균 회귀 가능

한국전력에 대한 매수의견 및 목표주가 27,000원을 유지한다. 실적 개선에도 불구하고, 현재 주가는 P/B 0.33배(2025년 기준)로 절대적인 저평가 상태이다. 실적 개선 추세와 차입금 감소가 동반될 경우, 역사적 밸류에이션 평균(PBR 0.4배)으로 주가가 회귀할 가능성은 충분하다는 판단이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	71,258	88,219	92,854	95,224	99,321
영업이익 (십억원)	-32,655	-4,542	8,150	9,822	10,734
영업이익률 (%)	-45.8	-5.1	8.8	10.3	10.8
순이익 (십억원)	-24,467	-4,823	3,239	3,487	4,260
EPS (원)	-38,112	-7,512	5,046	5,432	6,636
ROE (%)	-46.9	-12.6	8.6	8.5	9.4
P/E (배)	-	-	4.4	4.1	3.3
P/B (배)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	24,470	20,474	26,103	24,715	25,489	6.7	27.5
영업이익	1,997	1,250	3,396	3,447	3,107	70.1	171.6
영업이익률 (%)	8.2	6.1	13.0	13.9	12.2	4.9	6.9
세전이익	1,247	349	2,977	2,275	2,153	138.6	752.8
순이익	794	65	1,849	1,705	1,665	132.9	2,741.5

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	90,383	90,655	92,854	95,224	2.7	5.0	단가, 판매량 변경
영업이익	7,916	9,068	8,150	9,822	3.0	8.3	단가 인상
세전이익	4,099	4,492	5,090	4,669	24.2	3.9	3Q24 반영
순이익	2,901	3,457	3,239	3,487	11.6	0.9	법인세율 조정
EPS (원)	4,520	5,385	5,046	5,432	11.6	0.9	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

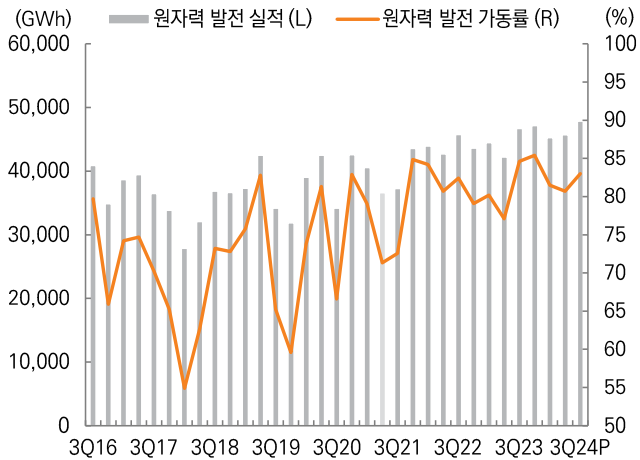
(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	21,594	19,622	24,470	22,533	23,293	20,474	26,103	22,984	88,219	92,854	95,224
전기판매수익	20,259	18,362	23,164	21,170	22,165	19,541	25,022	21,950	82,955	88,678	88,678
해외사업수익	217	301	383	316	204	236	259	226	1,217	924	924
기타	1,118	960	923	1,047	924	697	822	808	4,048	3,252	5,622
영업이익	-6,178	-2,272	1,997	1,912	1,299	1,250	3,396	2,204	-4,542	8,150	9,822
세전이익	-6,855	-2,955	1,247	1,009	738	349	2,977	1,027	-7,554	5,090	4,669
순이익(지배)	-4,947	-1,903	794	1,233	561	65	1,849	763	-4,823	3,239	3,487
영업이익률 (%)	-28.6	-11.6	8.2	8.5	5.6	6.1	13.0	9.6	-5.1	8.8	10.3
세전이익률 (%)	-31.7	-15.1	5.1	4.5	3.2	1.7	11.4	4.5	-8.6	5.5	4.9
순이익률 (%)	-22.7	-9.7	3.4	5.6	2.6	0.6	7.2	3.4	-5.5	3.5	3.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

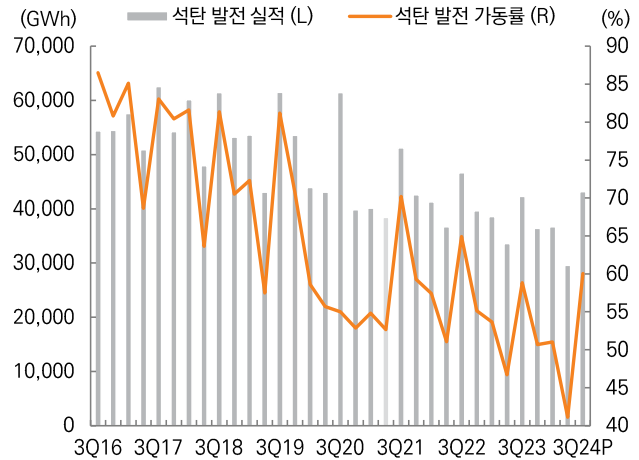
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



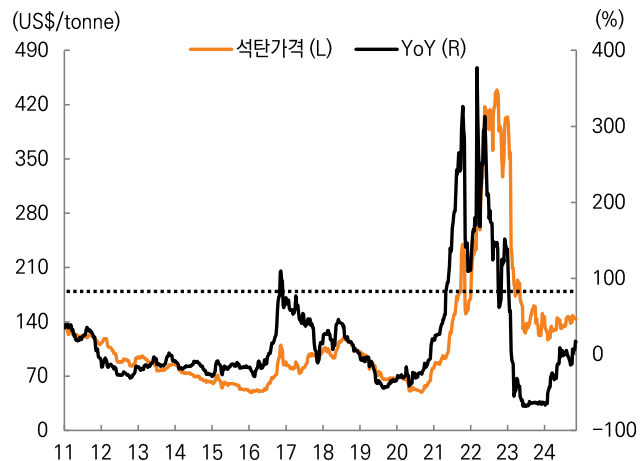
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



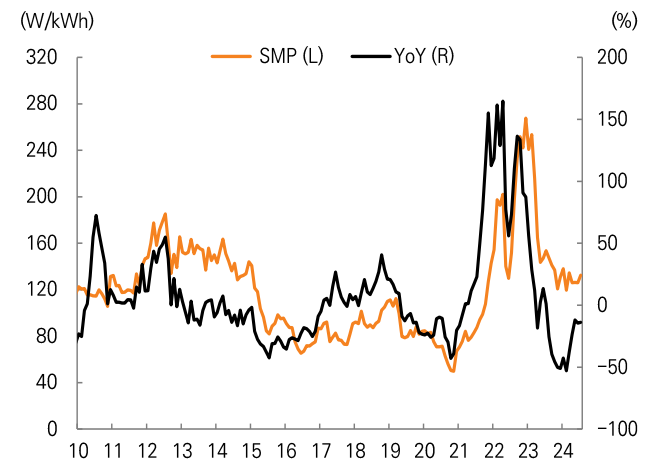
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 석탄 가격 추이



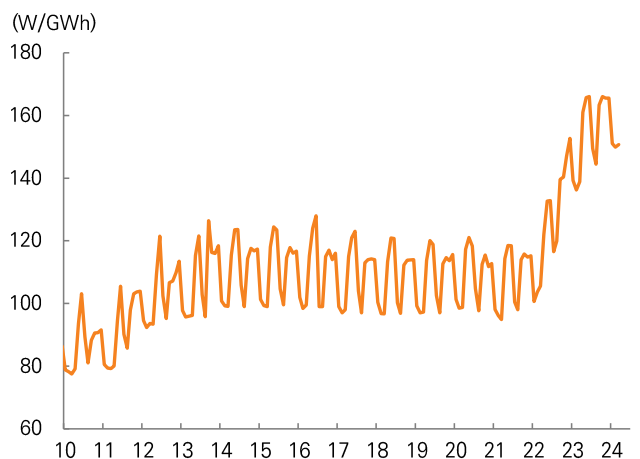
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SMP 추이



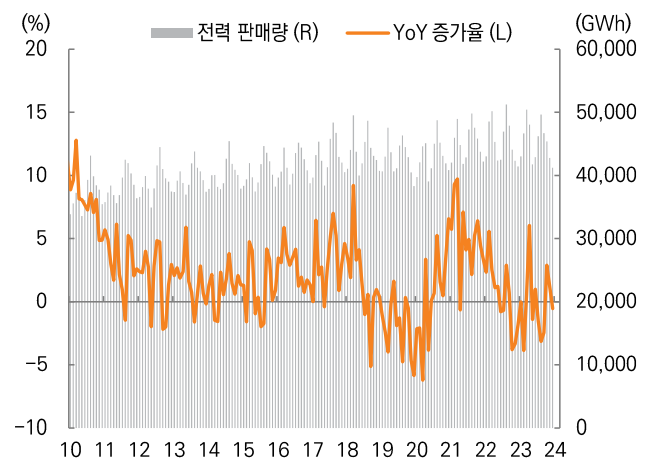
주: 2024년 9월까지 수치
자료: 전력통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



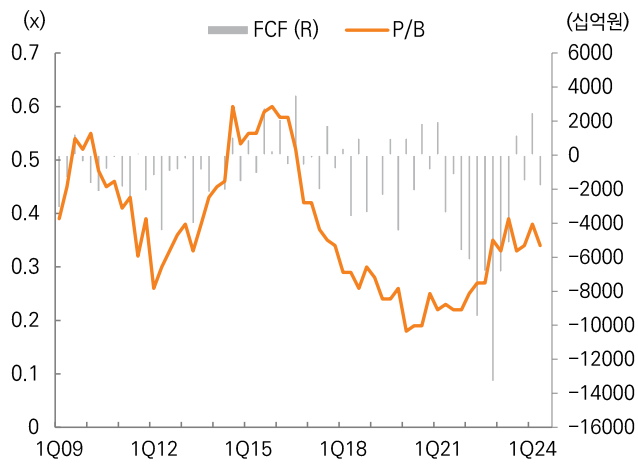
주: 2024년 8월까지 수치
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전력 판매량



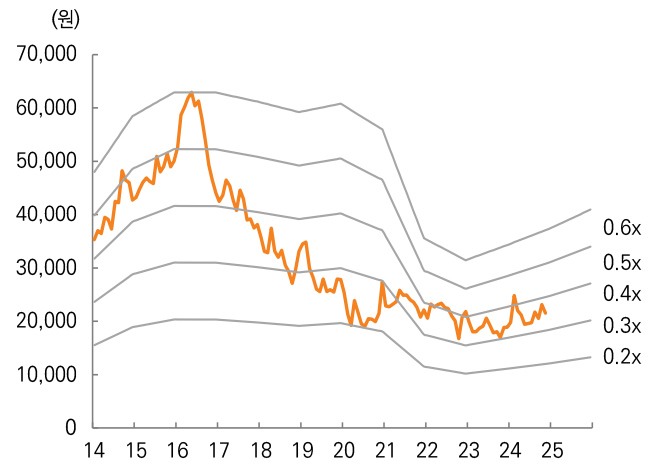
주: 2024년 8월까지 수치
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PBR vs. FCF



자료: Quantilise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantilise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	88,219	92,854	95,224	99,321
매출원가	89,700	81,545	82,187	85,233
매출총이익	-1,481	11,309	13,037	14,088
판매비와관리비	3,062	3,159	3,216	3,355
조정영업이익	-4,542	8,150	9,822	10,734
영업이익	-4,542	8,150	9,822	10,734
비영업손익	-3,012	-3,060	-5,153	-5,030
금융손익	-4,022	-4,136	-3,996	-3,873
관계기업등 투자손익	613	752	0	0
세전계속사업손익	-7,554	5,090	4,669	5,704
계속사업법인세비용	-2,838	1,724	1,074	1,312
계속사업이익	-4,716	3,366	3,595	4,392
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-4,716	3,366	3,595	4,392
지배주주	-4,823	3,239	3,487	4,260
비지배주주	106	127	108	132
총포괄이익	-4,945	3,740	3,595	4,392
지배주주	-5,033	2,799	2,471	3,019
비지배주주	88	941	1,124	1,373
EBITDA	8,491	22,188	23,764	24,635
FCF	-12,386	-457	2,615	14,126
EBITDA 마진율 (%)	9.6	23.9	25.0	24.8
영업이익률 (%)	-5.1	8.8	10.3	10.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.5	3.5	3.7	4.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	29,536	27,513	27,292	31,524
현금 및 현금성자산	4,343	2,688	2,696	2,673
매출채권 및 기타채권	11,354	11,581	11,468	13,559
재고자산	8,876	9,053	8,965	10,599
기타유동자산	4,963	4,191	4,163	4,693
비유동자산	210,179	214,377	214,816	215,131
관계기업투자등	9,663	9,856	9,760	11,539
유형자산	179,876	183,252	183,951	182,170
무형자산	1,133	1,096	955	835
자산총계	239,715	241,890	242,108	246,654
유동부채	61,248	71,293	72,963	64,822
매입채무 및 기타채무	6,482	6,612	6,548	7,741
단기금융부채	41,752	51,407	53,270	41,540
기타유동부채	13,014	13,274	13,145	15,541
비유동부채	141,202	129,630	124,583	132,879
장기금융부채	96,139	83,666	79,066	79,066
기타비유동부채	45,063	45,964	45,517	53,813
부채총계	202,450	200,923	197,546	197,700
지배주주지분	35,845	39,483	42,970	47,231
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	16,338	19,985	23,472	27,732
비지배주주지분	1,420	1,484	1,592	1,723
자본총계	37,265	40,967	44,562	48,954

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,522	14,867	17,115	26,126
당기순이익	-4,716	3,366	3,595	4,392
비현금수익비용가감	15,837	19,885	18,969	19,043
유형자산감가상각비	12,869	13,877	13,801	13,781
무형자산상각비	163	161	141	121
기타	2,805	5,847	5,027	5,141
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-5,142	-2,415	-422	7,832
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-858	-15	109	-2,027
재고자산 감소(증가)	148	-319	88	-1,634
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4,115	535	-43	799
법인세납부	-566	-1,821	-1,074	-1,312
투자활동으로 인한 현금흐름	-13,074	-13,677	-14,466	-12,640
유형자산처분(취득)	-13,599	-15,091	-14,500	-12,000
무형자산감소(증가)	-75	-44	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-24	-70	34	-640
기타투자활동	624	1,528	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	12,662	-4,028	-2,736	-11,731
장단기금융부채의 증가(감소)	12,691	-2,819	-2,736	-11,731
자본의 증가(감소)	332	0	0	0
배당금의 지급	-56	-89	0	0
기타재무활동	-305	-1,120	0	0
현금의 증가	1,108	-1,655	9	-23
기초현금	3,235	4,343	2,688	2,696
기말현금	4,343	2,688	2,696	2,673

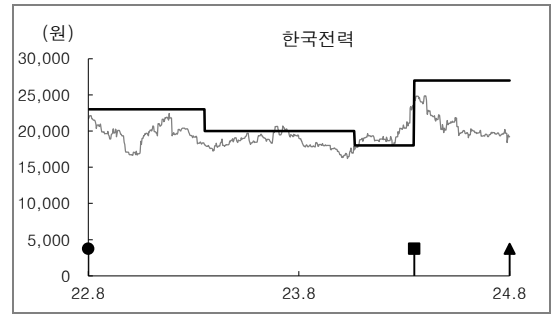
자료: 한국전력, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	4.4	4.1	3.3
P/CF (x)	1.1	0.6	0.6	0.6
P/B (x)	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	17.2	6.6	6.0	5.3
EPS (원)	-7,512	5,046	5,432	6,636
CFPS (원)	17,322	36,219	35,148	36,505
BPS (원)	55,837	61,504	66,936	73,572
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	23.8	5.3	2.6	4.3
EBITDA증가율 (%)	흑전	161.3	7.1	3.7
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	20.5	9.3
EPS증가율 (%)	적지	흑전	7.6	22.2
매출채권 회전율 (회)	8.6	8.4	8.5	8.2
재고자산 회전율 (회)	9.4	10.4	10.6	10.2
매입채무 회전율 (회)	15.1	18.6	18.6	17.8
ROA (%)	-2.0	1.4	1.5	1.8
ROE (%)	-12.6	8.6	8.5	9.4
ROIC (%)	-1.5	2.7	3.9	4.8
부채비율 (%)	543.3	490.5	443.3	403.8
유동비율 (%)	48.2	38.6	37.4	48.6
순차입금/자기자본 (%)	355.4	317.4	285.6	235.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.0	1.8	2.2	2.5

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
2023.02.25	1년 경과 이후	23,000	-21.04	-21.04
2022.02.25	중립	23,000	-9.03	7.61



* 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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 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.