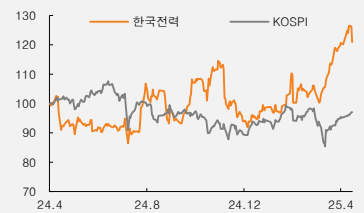


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 32,000원
현재주가(25/5/13)	25,750원
상승여력	24.3%

영업이익(25F,십억원)	11,687
Consensus 영업이익(25F,십억원)	13,555
EPS 성장률(25F,%)	60.2
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.2
P/E(25F,x)	3.0
MKT P/E(25F,x)	9.4
KOSPI	2,608.42
시가총액(십억원)	16,531
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	45.7
외국인 보유비중(%)	18.2
베타(12M) 일간수익률	0.35
52주 최저가(원)	18,400
52주 최고가(원)	26,950

(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.2	16.0	32.9
상대주가	3.7	7.5	38.9



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

김주희

joohee.kim@miraeasset.com

한국전력

저평가 해소 국면 지속

1Q25 Review: 원료비 단가 하락과 발전 믹스 개선으로 호실적

한국전력의 1Q25 매출액은 4.0% YoY 증가한 24조 2,240억원을 기록했다. 전력 판매량이 감소했으나, 산업용 요금인상 효과로 전기 판매수익이 4.7% YoY 증가한 23조 2,112억원을 달성했다. 부문별 판매량의 경우 산업용이 판가 부담과 경기 둔화로 3.6% YoY 감소했다. 반면, 일반용(3.7% YoY) 및 주택용(2.2% YoY) 판매량은 비교적 견조하게 유지되었다.

영업이익은 3조 7,536억원을 기록했다. 시장 기대치(3조 8,981억원)를 소폭 하회했으나, 189% YoY의 증익이다. 원료비(-18.7% YoY) 및 구입전력비(-4.8% YoY)가 모두 감소했으나 시장 기대치에는 미치지 못한 것으로 보인다. 전반적인 실적 개선은 원전 가동률의 상승이 주도했다고 판단된다. 원전 발전량은 14.9% YoY 증가한 반면 LNG 및 석탄 발전량은 각각 -8.3% YoY, 22.0% YoY 감소했다. 1분기 원전 가동률은 90%에 육박한 것으로 추정된다.

산업용 요금인상 효과와 원가 부담 완화 지속

지난해 하반기부터 적용된 산업용 전기요금 인상 효과는 3Q25까지 지속될 전망이다. 유가 및 환율 하락으로 원료비 부담 완화 역시 동반될 것이다. 최근 SMP는 전력 거래소 기준 120원/Kwh 대 수준이다. 140원대에서 등락하던 지난 3월 대비 15% 가량 낮다. 4~5월 LNG 단가는 톤당 100만원, 유연탄 단가는 소폭 상승했으나 톤당 18만원~19만원 수준에서 안정세다. 다만, 향후 원전 가동률은 보수 일정과 겹치며 80% 초반 이하로 하락할 전망이다. 연간으로는 80% 중반을 기록할 것으로 보인다. 4Q25부터는 요금 인상 효과가 축소되며 실적 개선 모멘텀은 다소 둔화될 것으로 판단된다.

목표주가 32,000원으로 상향하며 매수 의견 유지

한국전력에 대한 목표주가를 27,000원에서 32,000원(실적 전망 상향과 목표주가 산정 시점(2Q26) 변화 반영)으로 상향하며 매수 의견을 유지한다. 당분간 단가 인상 가능성은 제한적이나, 원재료비 하락 및 믹스 개선이 이끄는 실적 개선에는 여전히 유효하다. 역사적 평균의 밸류에이션(PBR 0.4배) 달성은 가능하다는 판단이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	88,219	93,399	95,031	95,654	95,737
영업이익 (십억원)	-4,542	8,365	11,687	10,328	6,403
영업이익률 (%)	-5.1	9.0	12.3	10.8	6.7
순이익 (십억원)	-4,823	3,492	5,594	4,183	1,329
EPS (원)	-7,512	5,439	8,714	6,515	2,069
ROE (%)	-12.6	9.2	13.1	8.8	2.7
P/E (배)	-	3.7	3.0	4.0	12.4
P/B (배)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	0.0	1.1	0.8	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	23,293	23,529	24,224	24,417	24,557	4.0	3.0
영업이익	1,299	2,419	3,754	3,256	3,898	188.9	55.2
영업이익률 (%)	5.6	10.3	15.5	13.3	15.9	9.9	5.2
세전이익	738	1,193	3,232	1,971	3,138	338.1	170.9
순이익	561	1,016	2,005	1,472	2,282	257.0	97.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	94,193	96,110	95,031	95,654	0.9	-0.5	발전 믹스 개선, 원료비, 환율 하락 배당 수익
영업이익	9,716	10,012	11,687	10,328	20.3	3.2	
세전이익	4,596	5,027	7,961	5,694	73.2	13.3	
순이익	3,433	3,755	5,594	4,183	63.0	11.4	
EPS (원)	5,348	5,849	8,714	6,515	63.0	11.4	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

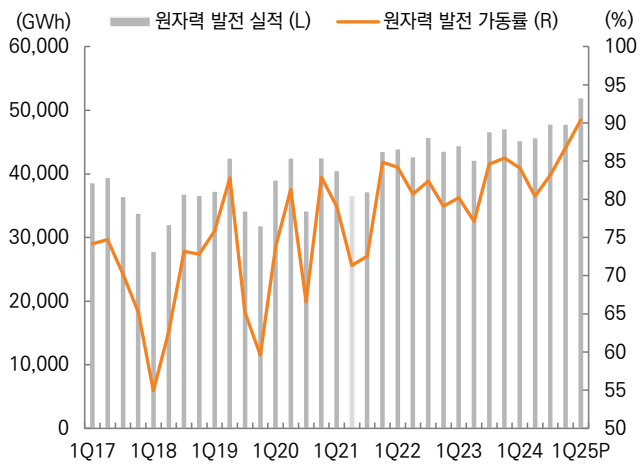
(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	21,414	26,572	22,821	93,399	95,031	95,654
전기판매수익	22,165	19,541	25,022	22,162	23,211	20,290	25,463	21,804	88,890	90,768	91,369
해외사업수익	204	236	259	1,195	207	348	348	271	1,894	1,175	1,449
기타	924	698	822	172	806	776	761	745	2,615	3,088	2,836
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,419	3,754	2,335	3,907	1,691	8,365	11,687	10,328
세전이익	738	349	2,977	1,193	3,232	1,272	2,844	613	5,257	7,961	5,694
순이익(지배)	561	65	1,849	1,016	2,005	966	2,159	465	3,492	5,594	4,183
영업이익률 (%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	10.9	14.7	7.4	9.0	12.3	10.8
세전이익률 (%)	3.2	1.7	11.4	5.1	13.3	5.9	10.7	2.7	5.6	8.4	6.0
순이익률 (%)	2.6	0.6	7.2	4.4	8.4	4.6	8.2	2.1	3.7	5.9	4.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

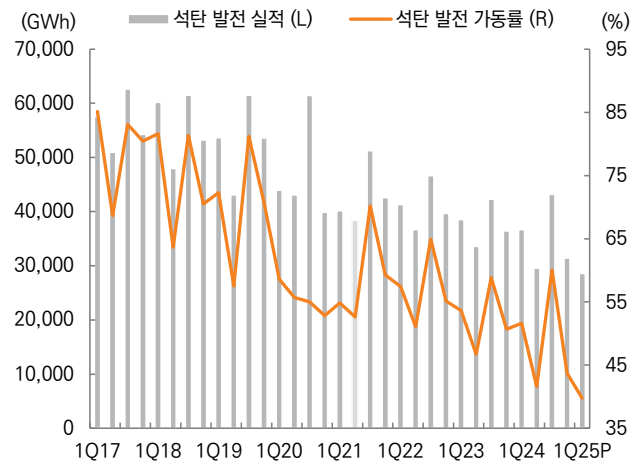
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



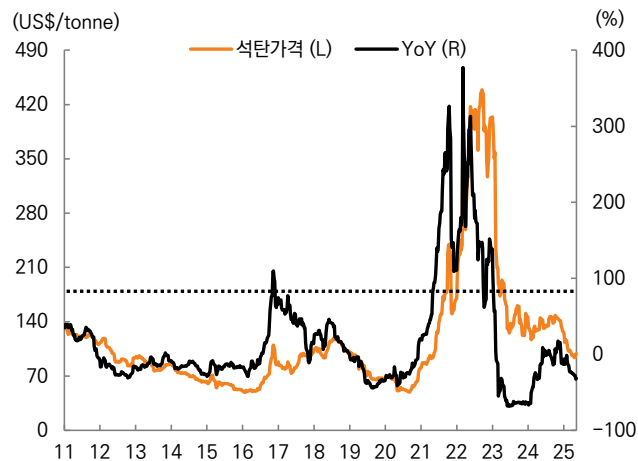
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



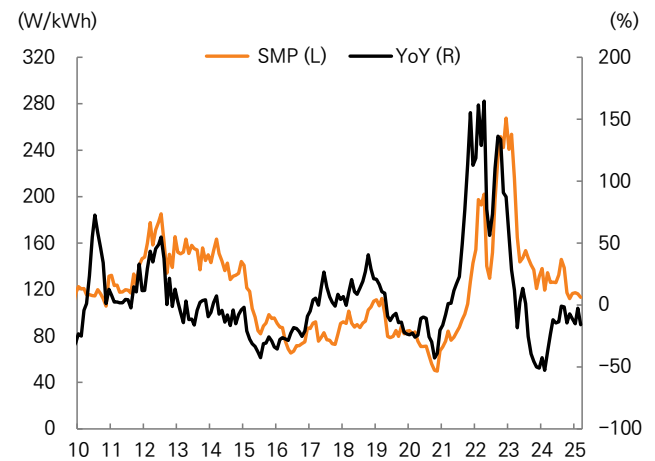
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 석탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SMP 추이



자료: 전력통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가

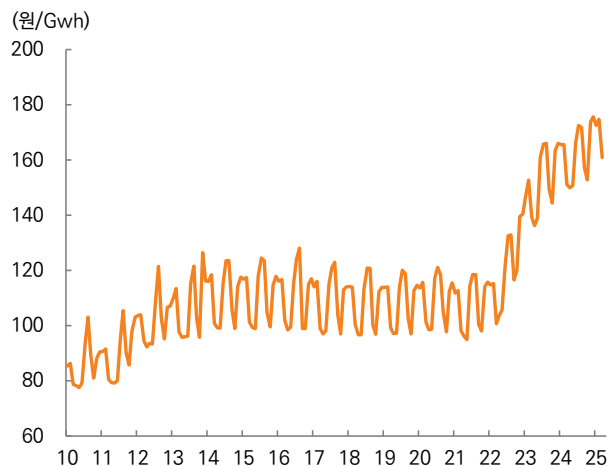
주: 2025년 3월 전력통계월보 기준
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전력 판매량

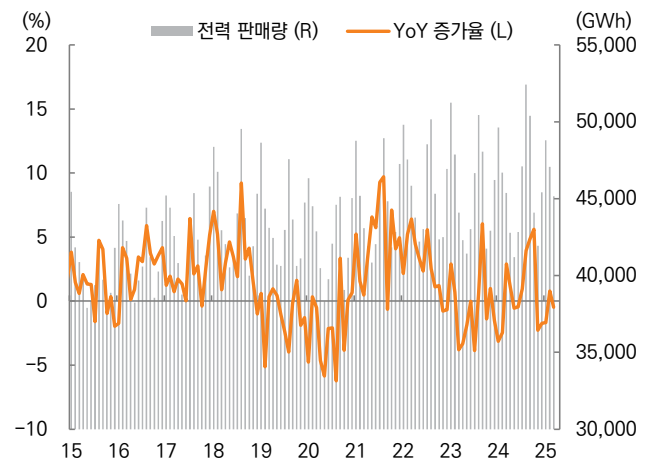
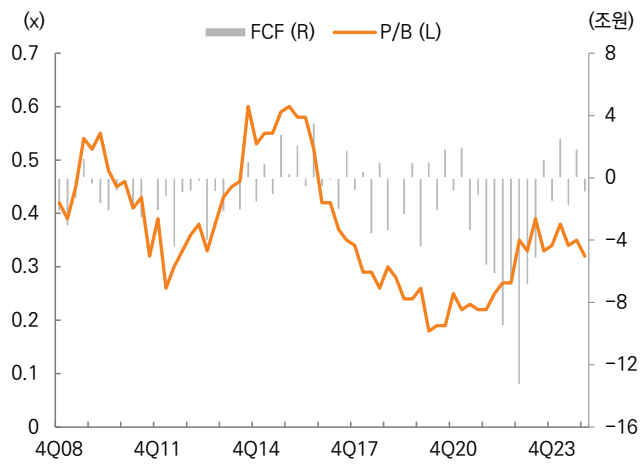
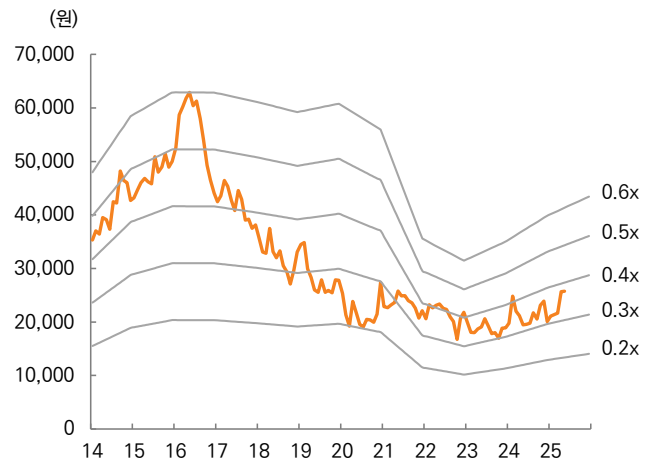
주: 2025년 3월 전력통계월보 기준
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한국전력 PBR vs. FCF



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 한국전력 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	93,399	95,031	95,654	95,737
매출원가	81,964	80,234	82,207	86,219
매출총이익	11,435	14,797	13,447	9,518
판매비와관리비	3,070	3,110	3,119	3,115
조정영업이익	8,365	11,687	10,328	6,403
영업이익	8,365	11,687	10,328	6,403
비영업손익	-3,108	-3,726	-4,634	-4,611
금융손익	-4,198	-4,392	-4,753	-4,731
관계기업등 투자손익	882	600	800	800
세전계속사업손익	5,257	7,961	5,694	1,792
계속사업법인세비용	1,635	2,286	1,451	444
계속사업이익	3,622	5,675	4,243	1,348
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3,622	5,675	4,243	1,348
지배주주	3,492	5,594	4,183	1,329
비지배주주	130	80	60	19
총포괄이익	4,251	5,675	4,243	1,348
지배주주	4,070	5,452	4,076	1,295
비지배주주	181	223	167	53
EBITDA	22,362	25,188	24,060	20,337
FCF	1,660	3,302	1,928	-699
EBITDA 마진율 (%)	23.9	26.5	25.2	21.2
영업이익률 (%)	9.0	12.3	10.8	6.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	5.9	4.4	1.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	15,876	17,802	17,928	15,301
당기순이익	3,622	5,675	4,243	1,348
비현금수익비용가감	21,131	20,179	19,938	19,109
유형자산감가상각비	13,834	13,352	13,605	13,824
무형자산상각비	164	149	128	110
기타	7,133	6,678	6,205	5,175
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-3,790	-1,374	-47	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-189	334	11	-5
재고자산 감소(증가)	-1,413	294	10	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	-135	-5	2
법인세납부	-792	-2,286	-1,451	-444
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,093	-14,330	-15,994	-16,002
유형자산처분(취득)	-13,813	-14,500	-16,000	-16,000
무형자산감소(증가)	-91	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,174	170	6	-2
기타투자활동	1,985	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3,849	-3,911	-1,933	727
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,374	-3,775	-1,796	864
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-137	-137	-137	-137
기타재무활동	-2,338	1	0	0
현금의 증가	-1,960	-19	13	21
기초현금	4,343	2,383	2,364	2,377
기말현금	2,383	2,364	2,377	2,398

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

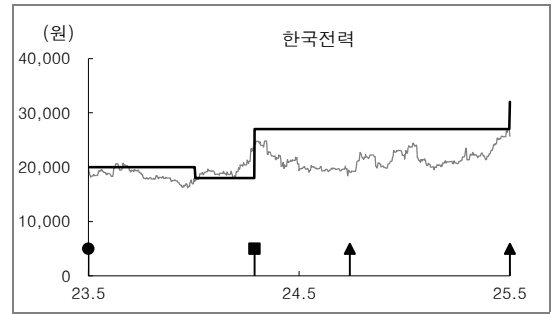
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,255	28,471	28,458	28,490
현금 및 현금성자산	2,383	2,364	2,377	2,398
매출채권 및 기타채권	11,467	11,122	11,110	11,115
재고자산	9,769	9,475	9,465	9,469
기타유동자산	5,636	5,510	5,506	5,508
비유동자산	217,553	218,105	220,357	222,430
관계기업투자등	11,286	10,946	10,935	10,939
유형자산	182,983	184,131	186,527	188,703
무형자산	1,146	997	868	759
자산총계	246,808	246,576	248,815	250,920
유동부채	63,969	64,225	62,410	63,282
매입채무 및 기타채무	6,719	6,516	6,509	6,512
단기금융부채	45,069	45,895	44,099	44,963
기타유동부채	12,181	11,814	11,802	11,807
비유동부채	141,476	135,370	135,318	135,340
장기금융부채	91,448	86,848	86,848	86,848
기타비유동부채	50,028	48,522	48,470	48,492
부채총계	205,445	199,595	197,727	198,622
지배주주지분	39,915	45,454	49,500	50,691
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	20,128	25,586	29,632	30,823
비지배주주지분	1,448	1,528	1,588	1,607
자본총계	41,363	46,982	51,088	52,298

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	3.7	3.0	4.0	12.4
P/CF (x)	0.5	0.6	0.7	0.8
P/B (x)	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	6.5	5.8	6.0	7.1
EPS (원)	5,439	8,714	6,515	2,069
CFPS (원)	38,559	40,273	37,666	31,866
BPS (원)	62,177	70,804	77,106	78,963
DPS (원)	213	213	213	213
배당성향 (%)	3.8	2.4	3.2	10.1
배당수익률 (%)	1.1	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	5.9	1.7	0.7	0.1
EBITDA증가율 (%)	163.4	12.6	-4.5	-15.5
조정영업이익증가율 (%)	흑전	39.7	-11.6	-38.0
EPS증가율 (%)	흑전	60.2	-25.2	-68.2
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.7	8.9	8.9
재고자산 회전율 (회)	10.0	9.9	10.1	10.1
매입채무 회전율 (회)	18.6	18.1	18.9	19.8
ROA (%)	1.5	2.3	1.7	0.5
ROE (%)	9.2	13.1	8.8	2.7
ROIC (%)	3.0	4.2	3.9	2.4
부채비율 (%)	496.7	424.8	387.0	379.8
유동비율 (%)	45.7	44.3	45.6	45.0
순차입금/자기자본 (%)	319.2	270.0	244.8	240.7
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	2.5	2.0	1.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2025.05.14	매수	32,000	-	-
2024.08.09	매수	27,000	-21.67	-7.96
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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 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.