

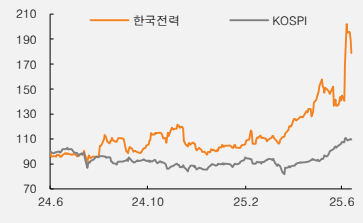
한국전력

중요한 건 여전히 P와 C

투자 의견(하향)	중립
목표주가(상향)	▲ 36,000원
현재주가(25/7/2)	35,950원
상승여력	0.1%

영업이익(25F, 십억원)	13,889
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	13,854
EPS 성장률(25F, %)	112.4
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.6
P/E(25F, x)	3.1
MKT P/E(25F, x)	11.2
KOSPI	3,075.06
시가총액(십억원)	23,079
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	45.6
외국인 보유비중(%)	19.2
베타(12M) 일간수익률	0.31
52주 최저가(원)	18,400
52주 최고가(원)	40,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	19.4	83.8	86.8
상대주가	4.8	43.4	68.9



[운송플랫폼/에너지]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

김주희
joohee.kim@miraeasset.com

2Q25 Preview: 원가 부담 완화로 호실적 지속

한국전력의 2Q25 매출액은 5.6% YoY 증가한 21조 6,105억원을 기록할 전망이다. 단가 상승과 경기 둔화로 전력 판매량 부진(-0.6% YoY)은 지속되겠지만, 산업용 단가 상승 효과에 따라 단가 상승(5.5% YoY)세가 이어질 것으로 보인다.

영업이익은 2조 8,031억원(124.2% YoY)으로 시장 기대치(2조 3,109억원)를 상회할 전망이다. 단가 상승 효과에 더해 유가 하락에 따른 원료비 감소가 기대된다. 원전 가동률은 1Q25 대비 하락하겠으나 80% 이상을 유지하면서 선방할 것으로 예상된다. 최근 SMP 단가는 전력 거래소 기준 kWh당 120원 중반을 기록하고 있다. 1Q25 대비 소폭 상승한 상황이나, 실적 개선 추세는 유지될 것으로 보인다.

원료비 조정단가 유지: 실적 개선세 유지되겠지만, 4Q25부터 모멘텀 둔화

유가 및 환율 하락이 지속되면서 원료비 하락세는 당분간 이어질 전망이다. 최근 고시된 한국전력의 3Q25 연료비 조정단가는 kWh당 -6.4원이었다. 다만, 한국전력은 현재의 재무 상황을 고려하여 조정단가를 +5원으로 유지하였다. 3Q25 이후 실적 개선 추세가 이어질 수 있는 이유이다.

반면, 앞으로의 요금 인상 가능성은 더욱 낮아지고 있다. 원전 가동률이 하향 안정화될 것으로 예상되는 가운데 유가 및 환율의 추가 하락 없이 이익 모멘텀이 발생하기는 쉽지 않다. 4Q25부터는 4Q24 전기요금 인상에 따른 기저효과로 이익 개선 모멘텀은 둔화되기 시작할 것으로 보인다.

목표주가 36,000원으로 상향하나 투자 의견 중립으로 하향

한국전력에 대한 목표주가를 32,000원에서 36,000원으로 상향한다. 목표주가는 실적 전망 상향에 따른 BPS 전망치 상향, COE 하향조정에 따른 적정 PBR(0.45배) 상황을 반영하였다. 다만, 최근 주가 상승에 따른 제한적인 상승여력(0.1%)으로 투자 의견은 매수에서 중립으로 하향한다. 최근 원전 관련주로 부각되며 주가가 급등한 바 있으나, 해외 원전 사업의 수익성을 확인하기 전까지 과도한 기대는 금물이다. 과거 해외 원전 수주시에 동사의 실적 모멘텀은 유가로 대표되는 원가(C)와 전기요금(P)이 좌우했기 때문이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	88,219	93,399	95,263	95,887	95,970
영업이익 (십억원)	-4,542	8,365	13,889	12,046	10,585
영업이익률 (%)	-5.1	9.0	14.6	12.6	11.0
순이익 (십억원)	-4,823	3,492	7,417	5,626	4,647
EPS (원)	-7,512	5,439	11,554	8,763	7,239
ROE (%)	-12.6	9.2	17.1	11.3	8.5
P/E (배)	-	3.7	3.1	4.1	5.0
P/B (배)	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	1.1	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25F		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	20,474	24,224	21,611	21,693	5.6	-10.8
영업이익	1,250	3,754	2,803	2,311	124.2	-25.3
영업이익률 (%)	6.1	15.5	13.0	10.7	6.9	-2.5
세전이익	349	3,232	1,652	1,390	373.2	-48.9
순이익	65	2,328	1,254	937	1,826.4	-46.1

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	95,031	95,654	95,263	95,887	0.2	0.2	판매량 조정 원료비 하락
영업이익	11,687	10,328	13,889	12,046	18.8	16.6	
세전이익	7,961	5,694	9,936	7,474	24.8	31.3	
순이익	5,594	4,183	7,417	5,626	32.6	34.5	
EPS (원)	8,714	6,515	11,554	8,763	32.6	34.5	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

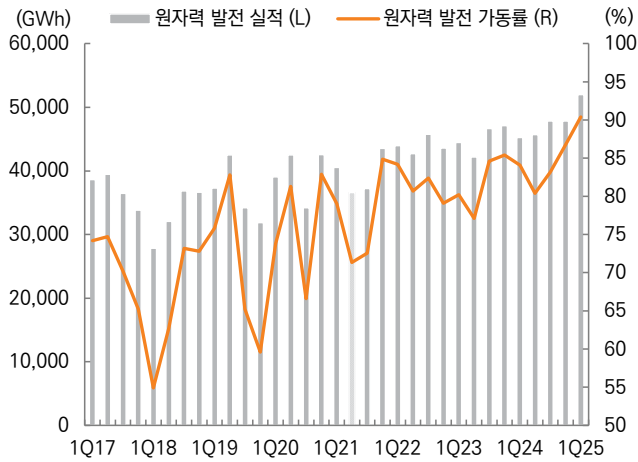
표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	21,610	26,726	22,703	93,399	95,263	95,887
전기판매수익	22,165	19,541	25,022	22,162	23,211	20,486	25,617	21,687	88,890	91,001	91,602
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	2,803	4,795	2,538	8,365	13,889	12,046
세전이익	738	349	2,977	1,193	3,232	1,652	3,659	1,393	5,257	9,936	7,474
순이익(지배)	561	65	1,849	1,016	2,328	1,254	2,778	1,057	3,492	7,417	5,626
영업이익률 (%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	13.0	17.9	11.2	9.0	14.6	12.6
세전이익률 (%)	3.2	1.7	11.4	5.1	13.3	7.6	13.7	6.1	5.6	10.4	7.8
순이익률 (%)	2.6	0.6	7.2	4.4	9.7	5.9	10.5	4.7	3.7	7.8	5.9

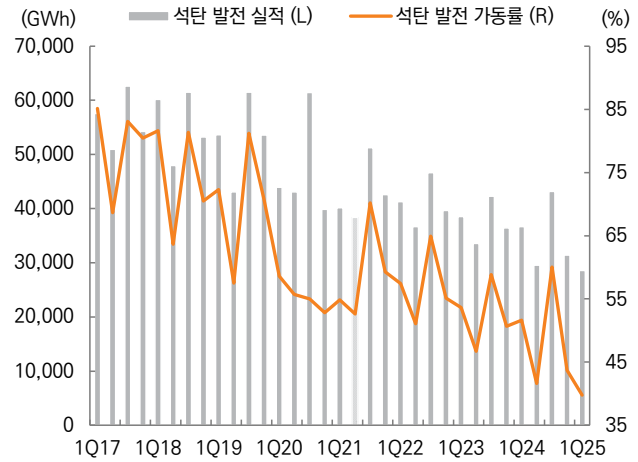
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



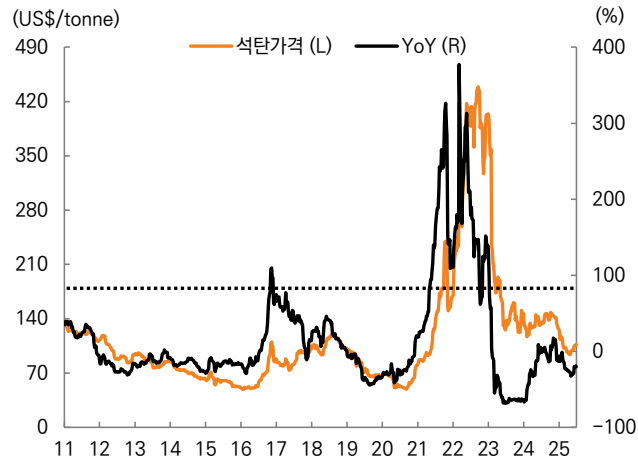
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



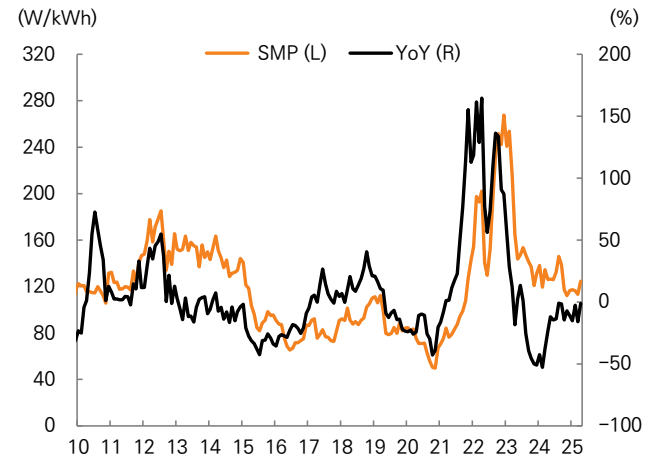
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 석탄 가격 추이



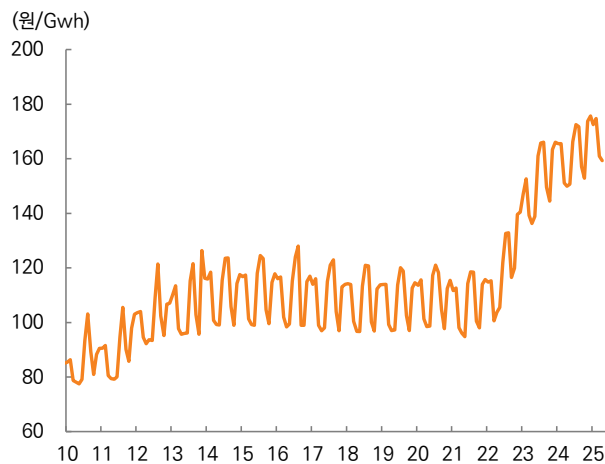
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SMP 추이



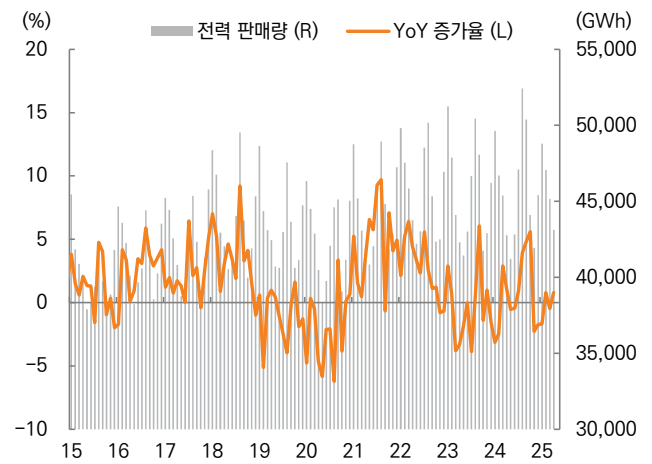
자료: 전력통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



주: 2025년 4월 전력통계월보 기준
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

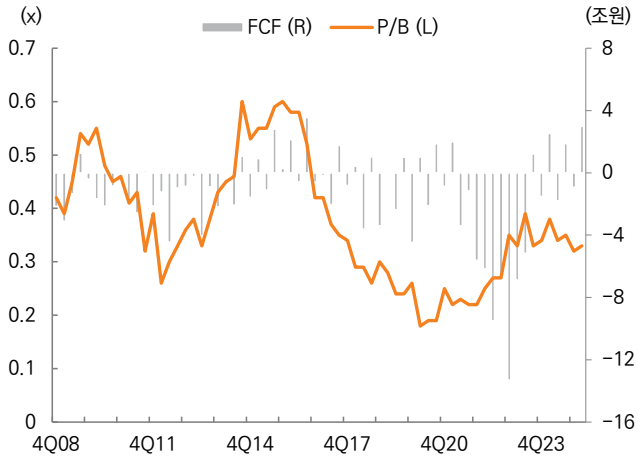
그림 6. 전력 판매량



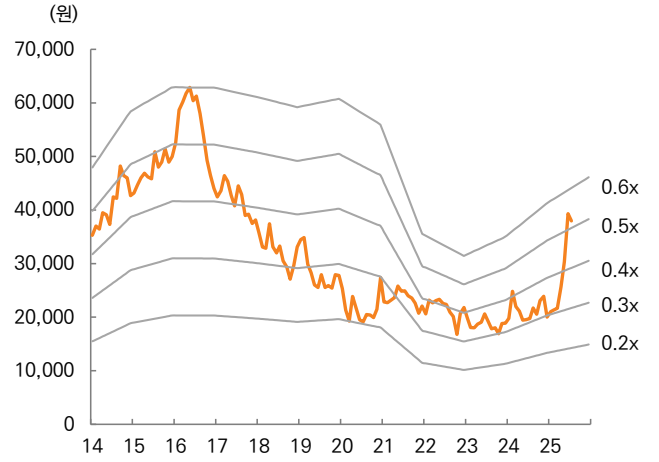
주: 2025년 4월 전력통계월보 기준
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한국전력 PBR vs. FCF

그림 8. 한국전력 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	93,399	95,263	95,887	95,970
매출원가	81,964	78,259	80,717	82,267
매출총이익	11,435	17,004	15,170	13,703
판매비와관리비	3,070	3,116	3,123	3,118
조정영업이익	8,365	13,889	12,046	10,585
영업이익	8,365	13,889	12,046	10,585
비영업손익	-3,108	-3,953	-4,572	-4,428
금융손익	-4,198	-3,927	-4,692	-4,548
관계기업등 투자손익	882	125	800	800
세전계속사업손익	5,257	9,936	7,474	6,157
계속사업법인세비용	1,635	2,412	1,767	1,443
계속사업이익	3,622	7,524	5,707	4,714
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3,622	7,524	5,707	4,714
지배주주	3,492	7,417	5,626	4,647
비지배주주	130	107	81	67
총포괄이익	4,251	7,366	5,707	4,714
지배주주	4,070	7,278	5,638	4,658
비지배주주	181	88	68	56
EBITDA	22,362	28,126	26,458	25,144
FCF	1,660	3,041	4,071	3,293
EBITDA 마진율 (%)	23.9	29.5	27.6	26.2
영업이익률 (%)	9.0	14.6	12.6	11.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	7.8	5.9	4.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	15,876	19,314	20,071	19,293
당기순이익	3,622	7,524	5,707	4,714
비현금수익비용가감	21,131	21,113	20,817	20,495
유형자산감가상각비	13,834	14,085	14,280	14,446
무형자산상각비	164	153	131	113
기타	7,133	6,875	6,406	5,936
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,790	-3,265	-47	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-189	266	11	-5
재고자산 감소(증가)	-1,413	-91	10	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	-104	-5	2
법인세납부	-792	-2,088	-1,767	-1,443
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,093	-18,815	-15,994	-16,002
유형자산처분(취득)	-13,813	-16,214	-16,000	-16,000
무형자산감소(증가)	-91	-19	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,174	198	6	-2
기타투자활동	1,985	-2,780	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3,849	-2,799	-4,082	-3,270
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,374	-2,609	-3,945	-3,134
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-137	-2	-137	-137
기타재무활동	-2,338	-188	0	1
현금의 증가	-1,960	37	6	15
기초현금	4,343	2,383	2,420	2,427
기말현금	2,383	2,420	2,427	2,441

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

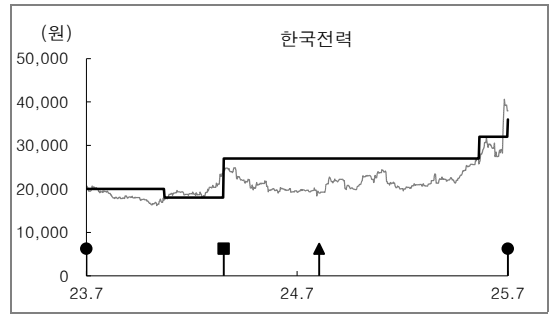
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,255	29,308	29,288	29,314
현금 및 현금성자산	2,383	2,420	2,427	2,441
매출채권 및 기타채권	11,467	11,065	11,053	11,058
재고자산	9,769	9,426	9,416	9,420
기타유동자산	5,636	6,397	6,392	6,395
비유동자산	217,553	219,423	220,996	222,444
관계기업투자등	11,286	10,890	10,878	10,883
유형자산	182,983	185,754	187,474	189,028
무형자산	1,146	1,043	912	799
자산총계	246,808	248,731	250,284	251,757
유동부채	63,969	63,783	59,818	60,692
매입채무 및 기타채무	6,719	6,483	6,476	6,479
단기금융부채	45,069	45,547	41,601	42,468
기타유동부채	12,181	11,753	11,741	11,745
비유동부채	141,476	136,634	136,582	132,604
장기금융부채	91,448	88,362	88,362	84,362
기타비유동부채	50,028	48,272	48,220	48,242
부채총계	205,445	200,416	196,400	193,296
지배주주지분	39,915	47,086	52,575	57,087
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	20,128	27,314	32,803	37,314
비지배주주지분	1,448	1,228	1,309	1,375
자본총계	41,363	48,314	53,884	58,462

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	3.7	3.1	4.1	5.0
P/CF (x)	0.5	0.8	0.9	0.9
P/B (x)	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	6.5	5.4	5.6	5.7
EPS (원)	5,439	11,554	8,763	7,239
CFPS (원)	38,559	44,608	41,316	39,269
BPS (원)	62,177	73,348	81,898	88,924
DPS (원)	213	213	213	213
배당성향 (%)	3.8	1.8	2.4	2.9
배당수익률 (%)	1.1	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	5.9	2.0	0.7	0.1
EBITDA증가율 (%)	163.4	25.8	-5.9	-5.0
조정영업이익증가율 (%)	흑전	66.0	-13.3	-12.1
EPS증가율 (%)	흑전	112.4	-24.2	-17.4
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.7	9.0	9.0
재고자산 회전율 (회)	10.0	9.9	10.2	10.2
매입채무 회전율 (회)	18.6	17.7	18.6	19.0
ROA (%)	1.5	3.0	2.3	1.9
ROE (%)	9.2	17.1	11.3	8.5
ROIC (%)	3.0	5.4	4.7	4.1
부채비율 (%)	496.7	414.8	364.5	330.6
유동비율 (%)	45.7	45.9	49.0	48.3
순차입금/자기자본 (%)	319.2	263.0	228.5	205.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	3.2	2.3	2.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2025.07.02	중립	36,000	-	-
2025.05.14	매수	32,000	-3.84	26.88
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 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.