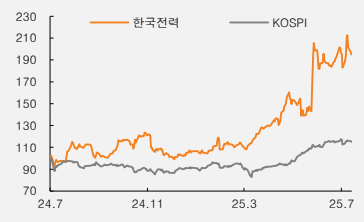


투자 의견(유지)	중립
목표주가(유지)	36,000원
현재주가(25/8/12)	38,550원
상승여력	-6.6%

영업이익(25F,십억원)	12,462
Consensus 영업이익(25F,십억원)	14,268
EPS 성장률(25F,%)	97.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.9
P/E(25F,x)	3.6
MKT P/E(25F,x)	11.9
KOSPI	3,189.91
시가총액(십억원)	24,748
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	45.6
외국인 보유비중(%)	20.4
베타(12M) 일간수익률	0.39
52주 최저가(원)	19,220
52주 최고가(원)	42,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	4.2 86.7 99.7
상대주가	3.7 49.1 63.9



[운송플랫폼/에너지]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

김주희
joohee.kim@miraeasset.com

한국전력

높은 산업용 요금에 대한 부담

2Q25 Review: 실적 개선되었으나 예상치는 하회

한국전력의 2Q25 매출액은 7.2% YoY 증가한 21조 9,501억원을 기록했다. 전기 판매량이 0.4% YoY 증가한 가운데, 단가 상승이 지속되며 전기판매수익이 6.7% YoY 증가했다. 영업이익은 2조 1,359억원(70.8% YoY)을 기록했다. 매출 증가에도 비용 증가는 제한적이었다. 단, 연료비가 9.3% YoY 감소하였음에도 구입전력비(7.9% YoY)와 기타영업비용(14.9% YoY) 증가로 비용이 예산을 상회했다. 이는 영업이익이 당사 기대치(2.8조원) 및 시장기대치(2.4조원)를 하회한 주원인이다.

산업용 요금에 대한 부담: 산업용 전력 시장에서의 입지 약화 가능성

최근 환율 안정세가 지속되고 유가가 다시 하락하면서 전반적인 원가 안정세는 유지될 전망이다. SMP 단가 역시 120원/kWh 수준에서 안정화가 지속되고 있다. 다만, 전기요금 인상에 대한 기대는 크지 않다. 최근 유가 및 SMP 가격 하락세를 감안할 때, 주택용 등 타 종별에 대한 요금 인상 동력은 크지 않다. 한국전력의 3Q25 연료비 조정단가는 kWh당 -6.4원으로 조정단가(+5원) 대비 낮은 상황이다.

산업용 전력 시장에서의 입지 약화 우려가 제기되고 있다. 동사는 컨퍼런스 콜에서 산업용 요금 인상에 대한 한계를 언급하였다. 산업용 요금은 최근 3년간 7차례 인상, 2년 사이 두 배 가까이 올랐다. 현재 낮은 원가에도 불구하고, 구입 단가가 높은 상황이다. 가격 부담으로 LG화학, SK어드밴스드는 전력 직접구매(PPA) 계약을 체결했다. 대형 고객 이탈이 지속될 경우, 매출 하락 및 수익성 악화가 불가피할 전망이다.

목표주가 36,000원 및 중립 의견 유지: 어닝 모멘텀 둔화 가능성

한국전력에 대한 목표주가 36,000원 및 중립 의견을 유지한다. 적정 PBR(0.45배)을 감안한 것이다. 최근 원전 관련주로서 지속 부각되고 있으나, 여전히 유가와 전기요금을 중심으로 한 실적 변수에 더 주목할 필요가 있다.

유가가 60달러 이하로 크게 하락하지 않는 한 결국 전기요금의 변화에 촉각이 모아질 가능성이 높다. 요금 인상이 없다면 동사 실적 개선 모멘텀은 4Q24를 기점으로 점차 둔화될 가능성이 높다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	88,219	93,399	95,972	96,771	96,855
영업이익 (십억원)	-4,542	8,365	12,462	12,207	12,991
영업이익률 (%)	-5.1	9.0	13.0	12.6	13.4
순이익 (십억원)	-4,823	3,492	6,882	6,132	6,820
EPS (원)	-7,512	5,439	10,720	9,552	10,623
ROE (%)	-12.6	9.2	15.9	12.4	12.2
P/E (배)	-	3.7	3.6	4.0	3.6
P/B (배)	0.3	0.3	0.5	0.5	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. 2Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	20,474	24,224	21,950	21,611	21,717	7.2	-9.4
영업이익	1,250	3,754	2,136	2,803	2,368	70.8	-43.1
영업이익률 (%)	6.1	15.5	9.7	13.0	10.9	3.6	-5.8
세전이익	349	3,232	1,665	1,652	1,498	377.1	-48.5
순이익	65	2,328	1,137	1,254	1,028	1,646.5	-51.2

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	95,263	95,887	95,972	96,771	0.7	0.9	판매량 조정 원료비 단가 조정, 2Q25 반영
영업이익	13,889	12,046	12,462	12,207	-10.3	1.3	
세전이익	9,936	7,474	9,489	8,467	-4.5	13.3	
순이익	7,417	5,626	6,882	6,132	-7.2	9.0	
EPS (원)	11,554	8,763	10,720	9,552	-7.2	9.0	

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

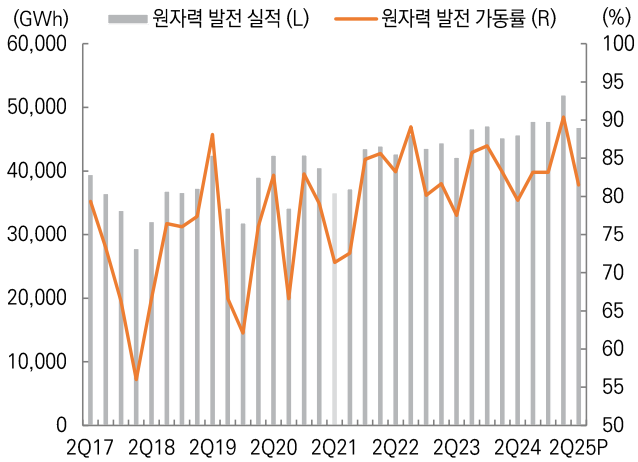
표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	21,950	26,935	22,864	93,399	95,972	96,771
전기판매수익	22,165	19,541	25,022	22,162	23,211	20,946	25,826	21,847	88,890	91,831	92,486
해외사업수익	204	236	259	1,195	207	252	348	271	1,894	1,078	1,449
기타	924	698	822	172	806	752	761	745	2,615	3,064	2,836
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,419	3,754	2,136	4,246	2,326	8,365	12,462	12,207
세전이익	738	349	2,977	1,193	3,232	1,665	3,262	1,330	5,257	9,489	8,467
순이익(지배)	561	65	1,849	1,016	2,328	1,137	2,428	989	3,492	6,882	6,132
영업이익률 (%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	9.7	15.8	10.2	9.0	13.0	12.6
세전이익률 (%)	3.2	1.7	11.4	5.1	13.3	7.6	12.1	5.8	5.6	9.9	8.7
순이익률 (%)	2.6	0.6	7.2	4.4	9.7	5.4	9.3	4.5	3.7	7.2	6.3

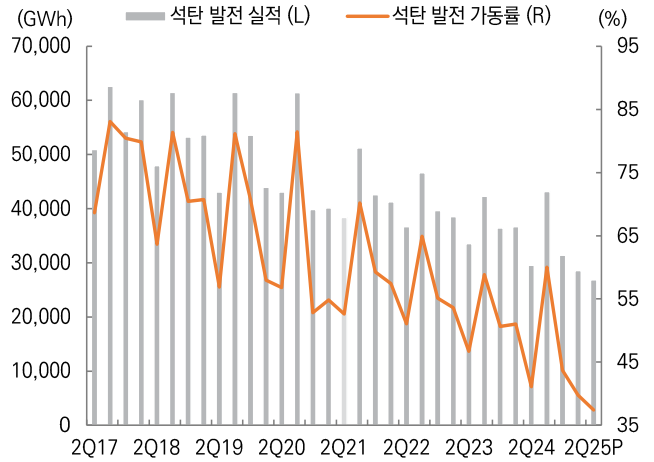
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



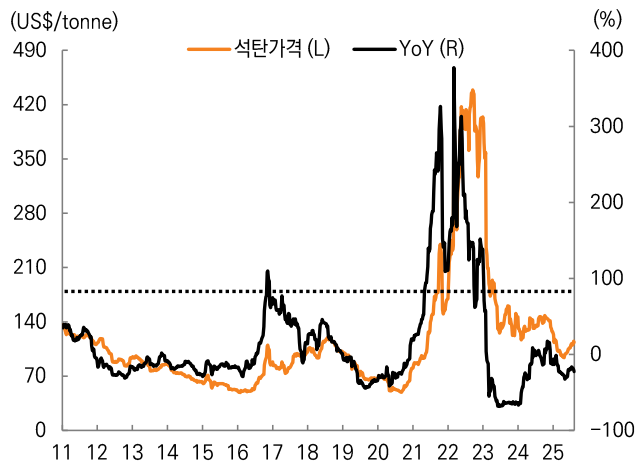
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



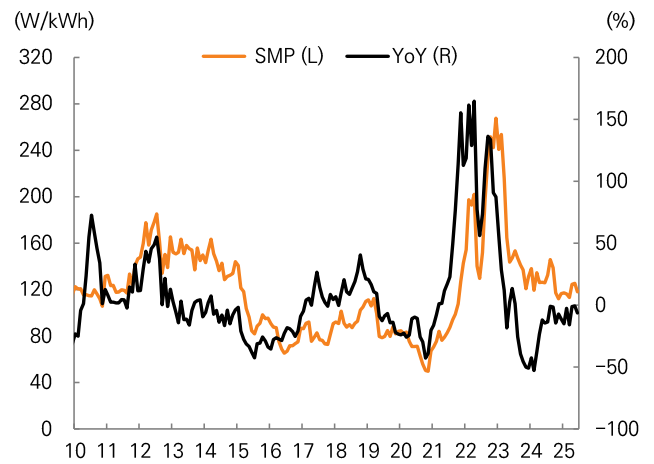
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 석탄 가격 추이



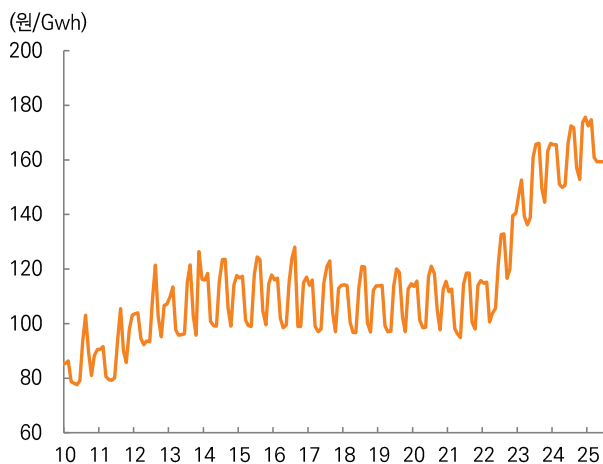
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SMP 추이



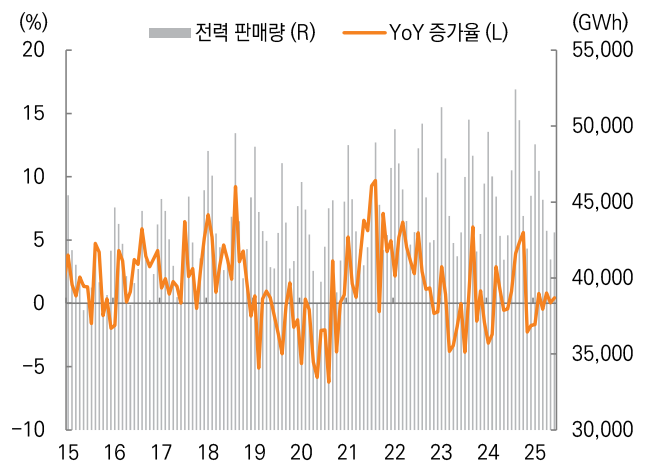
자료: 전력통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



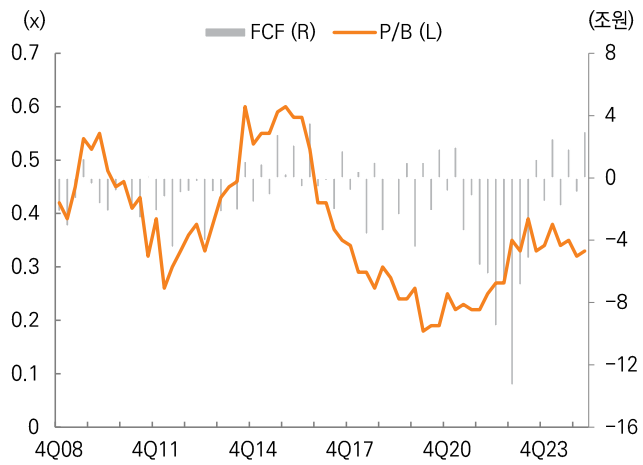
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전력 판매량



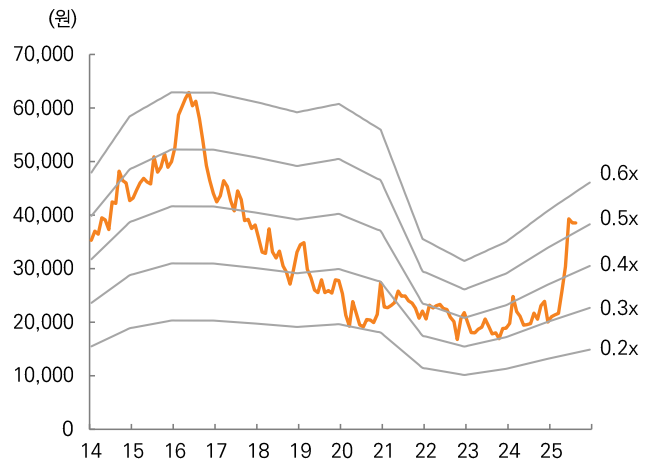
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한국전력 PBR vs. FCF



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 한국전력 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	93,399	95,972	96,771	96,855
매출원가	81,964	80,373	81,413	80,715
매출총이익	11,435	15,599	15,358	16,140
판매비와관리비	3,070	3,138	3,151	3,149
조정영업이익	8,365	12,462	12,207	12,991
영업이익	8,365	12,462	12,207	12,991
비영업손익	-3,108	-2,973	-3,740	-3,615
금융손익	-4,198	-3,925	-3,660	-3,534
관계기업등 투자손익	882	593	600	600
세전계속사업손익	5,257	9,489	8,467	9,376
계속사업법인세비용	1,635	2,415	2,121	2,319
계속사업이익	3,622	7,074	6,346	7,057
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3,622	7,074	6,346	7,057
지배주주	3,492	6,882	6,132	6,820
비지배주주	130	192	214	238
총포괄이익	4,251	6,916	6,346	7,057
지배주주	4,070	6,834	6,270	6,973
비지배주주	181	83	76	85
EBITDA	22,362	26,699	26,618	27,696
FCF	1,660	2,902	4,710	3,782
EBITDA 마진율 (%)	23.9	27.8	27.5	28.6
영업이익률 (%)	9.0	13.0	12.6	13.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	7.2	6.3	7.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	15,876	19,175	20,710	21,782
당기순이익	3,622	7,074	6,346	7,057
비현금수익비용가감	21,131	21,114	20,138	20,505
유형자산감가상각비	13,834	14,085	14,280	14,592
무형자산상각비	164	153	131	113
기타	7,133	6,876	5,727	5,800
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,790	-2,953	-47	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-189	190	11	-5
재고자산 감소(증가)	-1,413	-157	10	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	-74	-5	2
법인세납부	-792	-2,091	-2,121	-2,319
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,093	-18,854	-15,994	-18,002
유형자산처분(취득)	-13,813	-16,214	-16,000	-18,000
무형자산감소(증가)	-91	-19	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,174	160	6	-2
기타투자활동	1,985	-2,781	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3,849	-2,542	-4,721	-3,741
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,374	-2,352	-4,585	-3,604
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-137	-2	-137	-137
기타재무활동	-2,338	-188	1	0
현금의 증가	-1,960	40	6	34
기초현금	4,343	2,383	2,423	2,429
기말현금	2,383	2,423	2,429	2,463

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

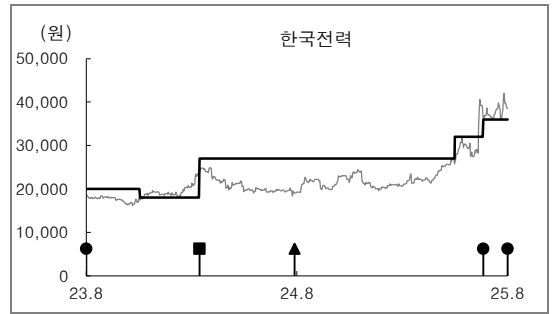
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,255	29,484	29,464	29,509
현금 및 현금성자산	2,383	2,423	2,429	2,463
매출채권 및 기타채권	11,467	11,143	11,131	11,136
재고자산	9,769	9,493	9,483	9,487
기타유동자산	5,636	6,425	6,421	6,423
비유동자산	217,553	219,524	221,097	224,398
관계기업투자등	11,286	10,967	10,955	10,960
유형자산	182,983	185,754	187,474	190,882
무형자산	1,146	1,043	912	799
자산총계	246,808	249,008	250,561	253,907
유동부채	63,969	64,169	59,565	59,968
매입채무 및 기타채무	6,719	6,529	6,522	6,525
단기금융부채	45,069	45,804	41,219	41,615
기타유동부채	12,181	11,836	11,824	11,828
비유동부채	141,476	136,975	136,923	132,945
장기금융부채	91,448	88,362	88,362	84,362
기타비유동부채	50,028	48,613	48,561	48,583
부채총계	205,445	201,143	196,488	192,913
지배주주지분	39,915	46,551	52,546	59,230
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	20,128	26,779	32,774	39,457
비지배주주지분	1,448	1,313	1,527	1,764
자본총계	41,363	47,864	54,073	60,994

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	3.7	3.6	4.0	3.6
P/CF (x)	0.5	0.9	0.9	0.9
P/B (x)	0.3	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	6.5	5.7	5.6	5.3
EPS (원)	5,439	10,720	9,552	10,623
CFPS (원)	38,559	43,909	41,255	42,933
BPS (원)	62,177	72,514	81,853	92,263
DPS (원)	213	213	213	213
배당성향 (%)	3.8	1.9	2.2	1.9
배당수익률 (%)	1.1	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	5.9	2.8	0.8	0.1
EBITDA증가율 (%)	163.4	19.4	-0.3	4.0
조정영업이익증가율 (%)	흑전	49.0	-2.0	6.4
EPS증가율 (%)	흑전	97.1	-10.9	11.2
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.8	9.0	9.0
재고자산 회전율 (회)	10.0	10.0	10.2	10.2
매입채무 회전율 (회)	18.6	18.1	18.7	18.5
ROA (%)	1.5	2.9	2.5	2.8
ROE (%)	9.2	15.9	12.4	12.2
ROIC (%)	3.0	4.8	4.6	4.9
부채비율 (%)	496.7	420.2	363.4	316.3
유동비율 (%)	45.7	45.9	49.5	49.2
순차입금/자기자본 (%)	319.2	266.0	227.0	195.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	2.9	3.0	3.3

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
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.