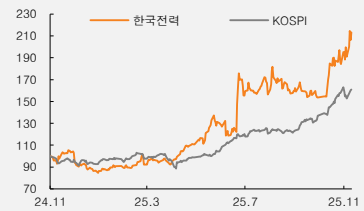


투자 의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ 51,000원
현재주가(25/11/13)	49,250원
상승여력	3.6%

영업이익(25F,십억원)	14,741
Consensus 영업이익(25F,십억원)	14,284
EPS 성장률(25F,%)	154.4
MKT EPS 성장률(25F,%)	31.0
P/E(25F,x)	3.6
MKT P/E(25F,x)	14.7
KOSPI	4,170.63
시가총액(십억원)	31,617
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	45.3
외국인 보유비중(%)	22.3
베타(12M) 일간수익률	0.53
52주 최저가(원)	19,560
52주 최고가(원)	49,550

(%)	1M	6M	12M
절대주가	38.0	91.3	121.8
상대주가	18.6	19.6	28.6



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

김주희

joohee.kim@miraeasset.com

한국전력

리레이팅의 조건

3Q25 Review: 예상보다 빠른 유가 하락으로 호실적 기록

한국전력의 매출액은 5.5% 증가한 73조 7,465억원을 기록했다. 전기 판매량 증가(1% YoY)와 단가 상승(5% YoY)으로 전기판매 수익이 6% YoY 상승했다. 반면 해외 사업 수익 등 기타 수익은 0.9% 감소했다.

영업이익은 5조 6,519억원으로 시장 기대치(5조 1,061억원)를 상회했다. 연료비(-16% YoY), 구입 전력비(-0.8% YoY)가 감소한 영향이다. 석탄(-11% YoY)과 LNG(-10% YoY) 단가가 모두 의미있게 하락하였다. 순이익은 103% YoY 증가한 3조 7,900억원을 기록했다. 영업이익 증가, 이자 비용 감소 효과 등이 반영되었다.

저유가 하에서 고마진 유지는 가능: 전기요금 인상 현실화 가능성은 제한적

3Q25에 기록한 영업이익률(20.5%)은 2016년(3Q16 27.7%) 이후 최고 수준이다. 당시에는 유가가 50달러 이하까지 하락하며 고마진 효과가 컸다. 현재의 환율 상승은 다소 부담이나, 낮은 유가 및 높은 원전 가동률을 기반한 전반적인 고마진 구조 유지는 가능할 것으로 기대된다. 향후에도 유가하락 효과(연료비, 전력구입비)가 실적의 높이를 좌우할 전망이다.

전기요금 인상 여부도 관건이다. 일각에서 전기요금 인상 필요성이 제기되고 있다. 재생에너지 확대와 전력망 투자 필요성이 크기 때문이다. 하지만, 유가가 안정화되고 고마진이 유지된다면 요금 인상 가능성은 높지 않다는 판단이다. 정부의 물가 통제 필요성, 대형 고객의 이탈 우려 때문이다. 다만, 26년 중 결정될 지역별 차등요금제 도입에 따른 실질 단가 인상 가능성은 기대할 만하다.

목표주가 51,000원으로 상향하나 중립 의견 유지: 여전히 변수는 유가

한국전력에 대한 목표주가를 기존 36,000원에서 51,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 1) 실적 전망 상향, 2) 과거 고점 밸류에이션(PBR 0.6배) 적용, 3) 적용 실적 연도 변경 등에 기인한다. 전기요금 인상 가능성은 여전히 제한적이나 유가가 60달러 이하로 하락하면서 영업이익률이 20%를 넘어서고 있는 상황이다. 과거 고점 수준의 밸류에이션 역시 합리화가 가능하다.

다만, 리레이팅을 위해서는 1) 차등 요금제 적용 등에 따른 요금 인상, 2) 원전 수출 모멘텀 재개 등 새로운 재료가 필요하다는 판단이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	88,219	93,399	96,820	97,861	97,945
영업이익 (십억원)	-4,542	8,365	14,741	15,123	14,047
영업이익률 (%)	-5.1	9.0	15.2	15.5	14.3
순이익 (십억원)	-4,823	3,492	8,883	8,127	7,471
EPS (원)	-7,512	5,439	13,837	12,659	11,637
ROE (%)	-12.6	9.2	20.2	15.7	12.7
P/E (배)	-	3.7	3.6	3.9	4.2
P/B (배)	0.3	0.3	0.7	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.0	1.1	2.0	2.0	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q24	2Q25	3Q25P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	26,103	21,950	27,572	26,935	27,192	5.6	25.6
영업이익	3,396	2,136	5,652	4,246	5,106	66.4	164.6
영업이익률 (%)	13.0	9.7	20.5	15.8	18.8	7.5	10.8
세전이익	2,977	1,665	5,349	3,262	4,327	79.7	221.2
순이익	1,849	1,137	3,756	2,428	3,087	103.1	230.4

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	95,972	96,771	96,820	97,861	0.9	1.1	판매량 조정
영업이익	12,462	12,207	14,741	15,708	18.3	28.7	원료비 단가 및 구입비 하향
세전이익	9,489	8,467	12,422	11,759	30.9	38.9	
순이익	6,882	6,132	8,880	8,525	29.0	39.0	
EPS (원)	10,720	9,552	13,833	13,280	29.0	39.0	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

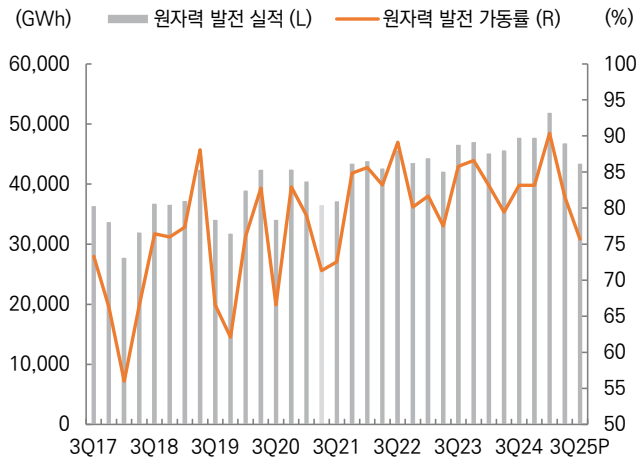
(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	21,950	27,572	23,074	93,399	96,820	97,861
전기판매수익	22,165	19,541	25,022	22,162	23,211	20,946	26,474	22,058	88,890	92,689	93,577
해외사업수익	204	236	259	1,195	207	252	279	271	1,894	1,009	1,449
기타	924	698	822	172	806	752	819	745	2,615	3,123	2,836
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,419	3,754	2,136	5,652	3,199	8,365	14,741	15,708
세전이익	738	349	2,977	1,193	3,232	1,665	5,349	2,175	5,257	12,422	11,759
순이익(지배)	561	65	1,849	1,016	2,328	1,137	3,756	1,660	3,492	8,880	8,525
영업이익률 (%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	9.7	20.5	13.9	9.0	15.2	16.1
세전이익률 (%)	3.2	1.7	11.4	5.1	13.3	7.6	19.4	9.4	5.6	12.8	12.0
순이익률 (%)	2.6	0.6	7.2	4.4	9.7	5.4	13.7	7.3	3.7	9.2	8.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

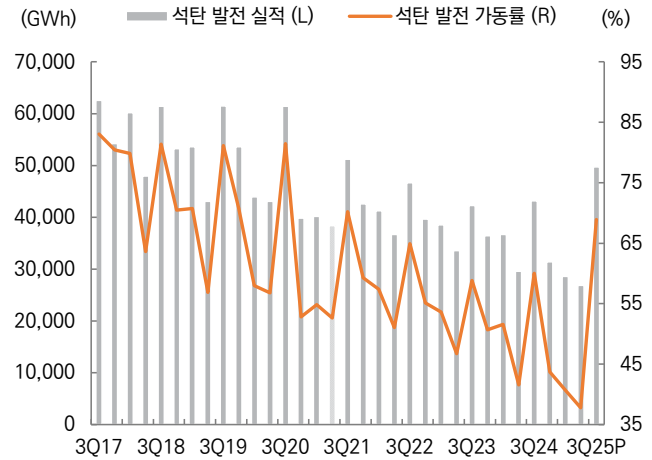
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



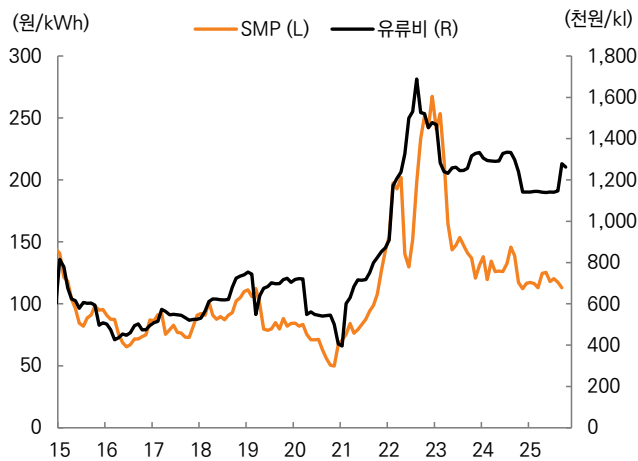
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



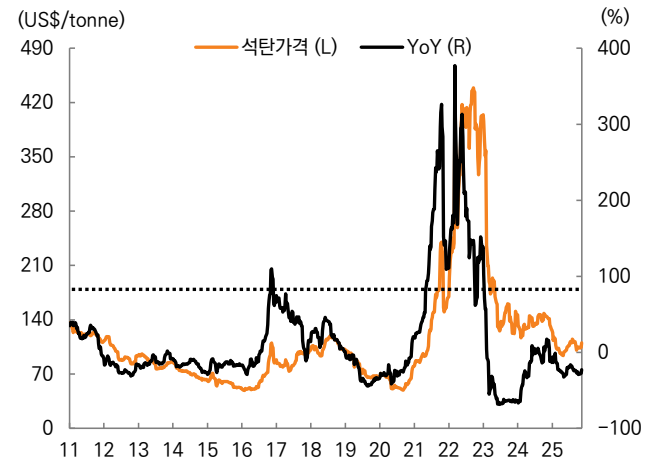
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SMP 및 유류비 추이



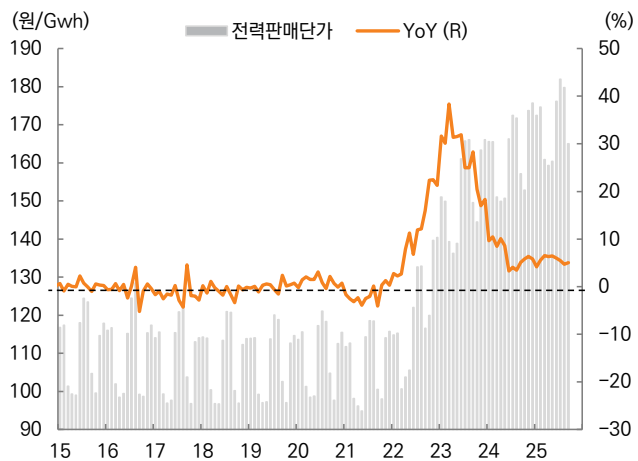
자료: 전력통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 석탄 가격 추이



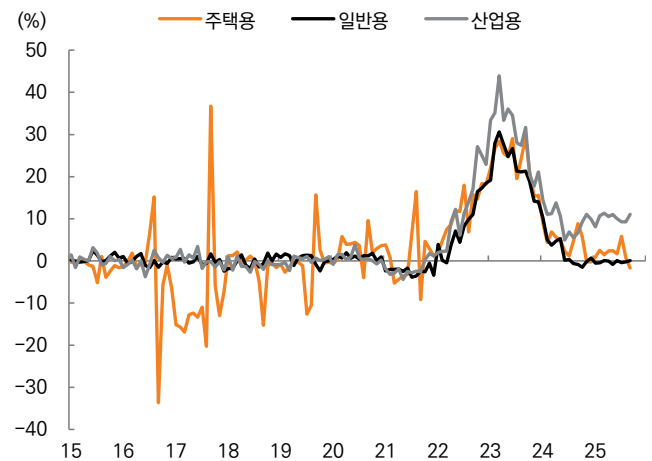
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



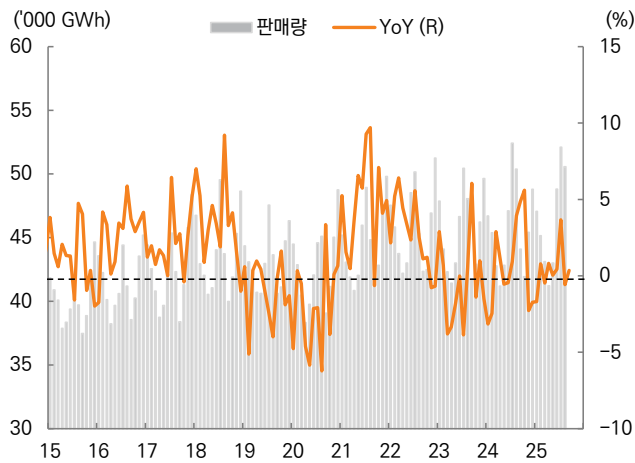
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전력 판매 단가 전년동기대비 계약종별 증감률



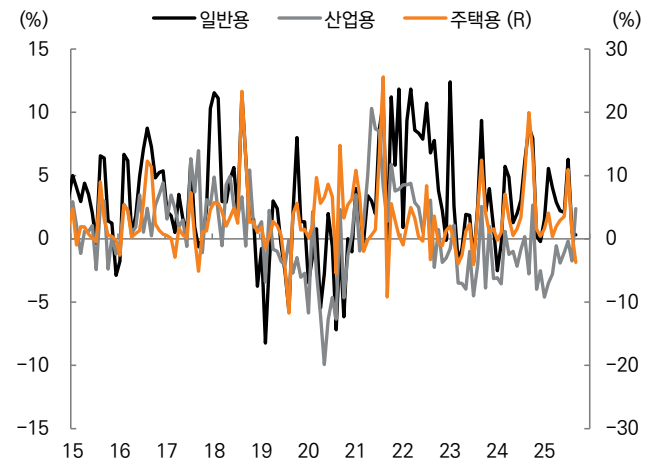
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 전력 판매량 및 전년동기대비 증감률



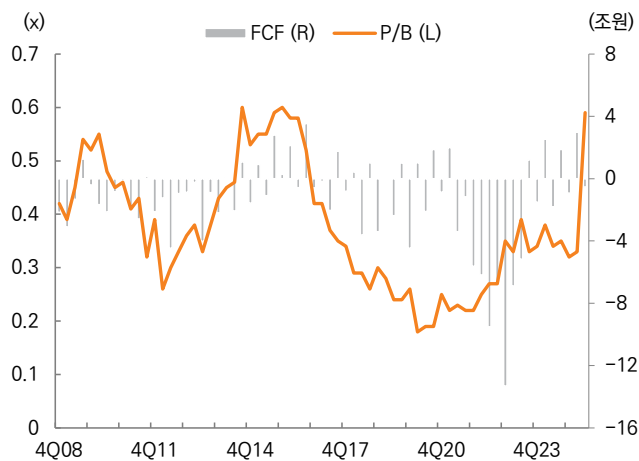
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 전력 판매량 전년동기대비 계약종별 증감률



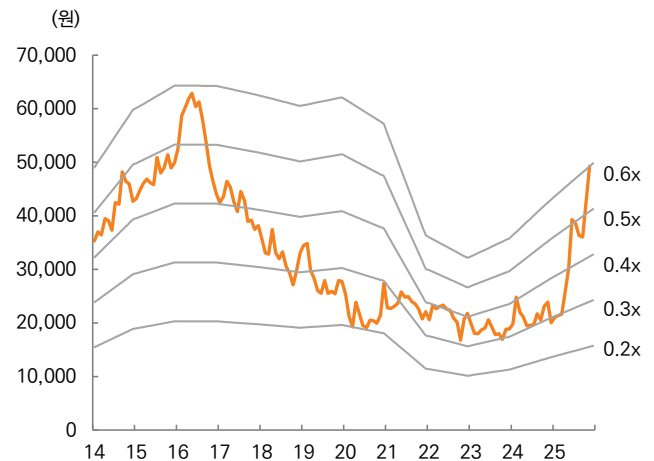
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 한국전력 PBR vs. FCF



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 한국전력 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	93,399	96,820	97,861	97,945
매출원가	81,964	78,929	79,566	80,728
매출총이익	11,435	17,891	18,295	17,217
판매비와관리비	3,070	3,151	3,173	3,170
조정영업이익	8,365	14,741	15,123	14,047
영업이익	8,365	14,741	15,123	14,047
비영업손익	-3,108	-2,316	-3,913	-3,778
금융손익	-4,198	-3,958	-3,752	-3,618
관계기업등 투자손익	882	681	600	600
세전계속사업손익	5,257	12,425	11,210	10,269
계속사업법인세비용	1,635	3,419	3,009	2,729
계속사업이익	3,622	9,006	8,201	7,539
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3,622	9,006	8,201	7,539
지배주주	3,492	8,883	8,127	7,471
비지배주주	130	123	74	68
총포괄이익	4,251	8,229	8,201	7,539
지배주주	4,070	8,232	8,240	7,575
비지배주주	181	-2	-39	-36
EBITDA	22,362	28,766	29,273	28,511
FCF	1,660	2,449	6,304	4,023
EBITDA 마진율 (%)	23.9	29.7	29.9	29.1
영업이익률 (%)	9.0	15.2	15.5	14.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	9.2	8.3	7.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,255	28,907	28,889	28,928
현금 및 현금성자산	2,383	1,931	1,939	1,967
매출채권 및 기타채권	11,467	11,246	11,234	11,239
재고자산	9,769	9,580	9,570	9,574
기타유동자산	5,636	6,150	6,146	6,148
비유동자산	217,553	222,314	224,149	227,692
관계기업투자등	11,286	11,068	11,056	11,061
유형자산	182,983	188,038	190,030	193,688
무형자산	1,146	1,099	957	835
자산총계	246,808	251,221	253,038	256,620
유동부채	63,969	65,110	59,419	60,082
매입채무 및 기타채무	6,719	6,589	6,582	6,585
단기금융부채	45,069	46,576	40,905	41,560
기타유동부채	12,181	11,945	11,932	11,937
비유동부채	141,476	136,853	136,801	132,823
장기금융부채	91,448	87,793	87,793	83,793
기타비유동부채	50,028	49,060	49,008	49,030
부채총계	205,445	201,963	196,220	192,905
지배주주지분	39,915	48,063	55,547	62,377
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,450	2,450	2,450
이익잉여금	20,128	28,786	36,271	43,100
비지배주주지분	1,448	1,195	1,270	1,338
자본총계	41,363	49,258	56,817	63,715

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	15,876	20,370	22,304	22,023
당기순이익	3,622	9,006	8,201	7,539
비현금수익비용가감	21,131	21,931	20,872	20,772
유형자산감가상각비	13,834	13,863	14,008	14,342
무형자산상각비	164	162	142	122
기타	7,133	7,906	6,722	6,308
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-3,790	-3,523	-47	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-189	402	11	-5
재고자산 감소(증가)	-1,413	-333	10	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	270	-5	2
법인세납부	-792	-3,060	-3,009	-2,729
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,093	-21,815	-15,994	-18,002
유형자산처분(취득)	-13,813	-17,807	-16,000	-18,000
무형자산감소(증가)	-91	-41	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,174	109	6	-2
기타투자활동	1,985	-4,076	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3,849	-725	-6,313	-3,987
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,374	-2,149	-5,671	-3,345
자본의 증가(감소)	0	5	0	0
배당금의 지급	-137	-214	-642	-642
기타재무활동	-2,338	1,633	0	0
현금의 증가	-1,960	-452	8	28
기초현금	4,343	2,383	1,931	1,939
기말현금	2,383	1,931	1,939	1,967

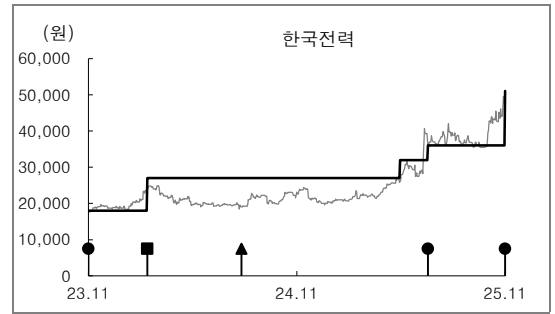
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	3.7	3.6	3.9	4.2
P/CF (x)	0.5	1.0	1.1	1.1
P/B (x)	0.3	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	6.5	5.6	5.3	5.3
EPS (원)	5,439	13,837	12,659	11,637
CFPS (원)	38,559	48,191	45,288	44,100
BPS (원)	62,177	74,869	86,528	97,165
DPS (원)	213	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	3.8	7.1	7.8	8.5
배당수익률 (%)	1.1	2.1	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	5.9	3.7	1.1	0.1
EBITDA증가율 (%)	163.4	28.6	1.8	-2.6
조정영업이익증가율 (%)	흑전	76.2	2.6	-7.1
EPS증가율 (%)	흑전	154.4	-8.5	-8.1
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	17.7	18.1	18.3
ROA (%)	1.5	3.6	3.3	3.0
ROE (%)	9.2	20.2	15.7	12.7
ROIC (%)	3.0	5.5	5.5	5.1
부채비율 (%)	496.7	410.0	345.4	302.8
유동비율 (%)	45.7	44.4	48.6	48.1
순차입금/자기자본 (%)	319.2	260.5	215.8	187.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	3.4	3.7	3.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2025.11.14	중립	51,000	-	-
2025.07.02	중립	36,000	8.62	37.64
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
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.