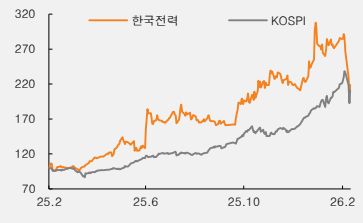


투자 의견(유지)	중립
목표주가(유지)	51,000원
현재주가(26/3/5)	48,200원
상승여력	5.8%

영업이익(25F,십억원)	13,525
Consensus 영업이익(25F,십억원)	14,977
EPS 성장률(25F,%)	146.8
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	3.5
MKT P/E(25F,x)	17.5
KOSPI	5,583.90
시가총액(십억원)	30,943
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	23.1
베타(12M) 일간수익률	0.37
52주 최저가(원)	21,350
52주 최고가(원)	67,900
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-22.1 31.2 118.6
상대주가	-28.0 -24.7 0.1



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

김주희

joohee.kim@miraeasset.com

한국전력

기대와 우려 사이

4Q25 Review: 판매량 부진과 기타 비용 증가로 예상치 하회

4Q25 한국전력의 매출액은 23조 6,880억원으로 0.7% YoY 증가했다. 판가가 1.7% YoY 상승했으나, 판매량이 1.4% YoY 감소했다. 특히 산업용 전력 판매량은 3.7% YoY 감소하였다. 영업일수 감소와 경기 부진이 이어진 가운데, 높은 단가 역시 영향을 미친 것으로 보인다.

영업이익은 1조 9,834억원(OPM 8.4%)을 기록했다. 온실가스 배출권 및 원전 사후 처리 총당부채 등으로 영업비용이 증가했다. 원전 가동률 하락에 따른 비용 증가요인도 존재했다. 기타매출이 감소(-3.8% YoY)한 가운데, 자회사 관련 해외 사업 비용도 일부 반영된 것으로 분석된다.

2026년: 기대와 우려 사이

2025년 판매량은 경기 둔화로 전년 대비 0.1% 감소했으나, 2026년에는 경제 성장을 상승과 조업일수 증가 영향으로 판매량 감소세가 완화될 것으로 기대하고 있다. 발전 비중은 석탄 비중 감소와 원전 발전의 증가가 예상되고 있다. 원전 모멘텀 역시 긍정적으로 유지되고 있다. 웨스팅하우스와의 계약 조건에 따라 실제 수익성은 제한적일 수 있지만, 새로운 시장이 열릴 수 있다는 점은 주목할 만하다.

요금 체계 개편도 논의 중이다. 태양광 발전 확대 등 부하 패턴 변화를 반영, 계절별 시간별 요금제 개편 및 지역별 요금제 도입을 정부와 협의 중이다. 협의 결과에 따라 요금의 방향성이 결정되겠지만, 현시점에서 중요한 것은 산업용 요금의 경쟁력이다. 산업용 요금 단가는 4Q25 약 170원/KWh 수준으로 산업계의 부담이 지속되고 있다. 현시점에서 추가 요금 인상을 기대하기 힘든 상황은 분명 부담스럽다.

목표주가 51,000원 및 중립 의견 유지

한국전력에 대해 목표주가 51,000원(PBR 0.6배) 및 중립의견을 유지한다. 동사의 주가는 원전 수출에 대한 기대감이 반영되며 PBR 0.8배 수준까지 상승한 이후 0.5배로 조정받은 상황이다. 4Q25 실적 부진에 이어 중동 위기에 따른 연료비/구입전력비 부담 우려가 반영되었다. 미국에 대한 원전 수출가 현실화를 가정할 경우 모멘텀은 유지될 수 있다. 단, 요금제 개편, 유가의 방향성이 장기적으로 동사의 실적을 좌우할 것으로 보이는 만큼 당분간 관찰할 필요가 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	88,219	93,399	97,435	97,476	97,559
영업이익 (십억원)	-4,542	8,365	13,525	14,420	13,747
영업이익률 (%)	-5.1	9.0	13.9	14.8	14.1
순이익 (십억원)	-4,823	3,492	8,617	8,297	8,002
EPS (원)	-7,512	5,439	13,423	12,924	12,466
ROE (%)	-12.6	9.2	19.6	16.0	13.6
P/E (배)	-	3.7	3.5	3.7	3.9
P/B (배)	0.3	0.3	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.0	1.1	3.3	3.2	3.2

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

표 1. 4Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q24	3Q25	4Q25P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	23,529	27,572	23,688	23,074	23,901	0.7	-14.1
영업이익	2,419	5,652	1,983	3,199	3,348.6	-18.0	-64.9
영업이익률 (%)	10.3	20.5	8.4	13.9	14.0	-1.9	-12.1
세전이익	1,193	5,349	1,485	2,175	2,370	24.5	-72.2
순이익	1,016	3,756	1,396	1,660	1,654	37.5	-62.8

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	25P	26F	25P	26F	
매출액	96,820	97,861	97,435	97,476	0.6	-0.4	판매량 조정
영업이익	14,741	15,123	13,525	14,420	-8.2	-4.6	원료비 단가, SMP 조정
세전이익	12,425	11,210	11,731	10,595	-5.6	-5.5	
순이익	8,883	8,127	8,617	8,297	-3.0	2.1	
EPS (원)	13,837	12,659	13,423	12,924	-3.0	2.1	

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

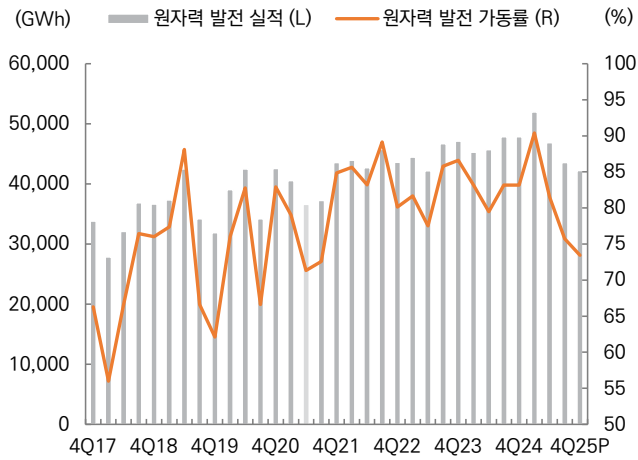
표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2026F
매출액	24,224	21,950	27,572	23,688	24,749	22,048	27,672	23,007	97,435	97,476	97,559
전기판매수익	23,211	20,946	26,474	22,373	23,731	20,914	26,552	21,994	93,005	93,191	93,205
해외사업수익	207	252	279	402	288	418	418	325	1,140	1,449	1,739
기타	806	752	819	913	731	716	702	688	3,290	2,836	2,615
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,983	5,032	2,794	5,061	1,532	13,525	14,420	13,747
세전이익	3,232	1,665	5,349	1,485	4,051	1,834	4,121	589	11,731	10,595	10,063
순이익(지배)	2,328	1,137	3,756	1,396	3,106	1,425	3,283	483	8,617	8,297	8,002
영업이익률 (%)	15.5	9.7	20.5	8.4	20.3	12.7	18.3	6.7	13.9	14.8	14.1
세전이익률 (%)	13.3	7.6	19.4	6.3	16.4	8.3	14.9	2.6	12.0	10.9	10.3
순이익률 (%)	9.7	5.4	13.7	5.9	12.7	6.5	12.0	2.1	8.8	8.5	8.2

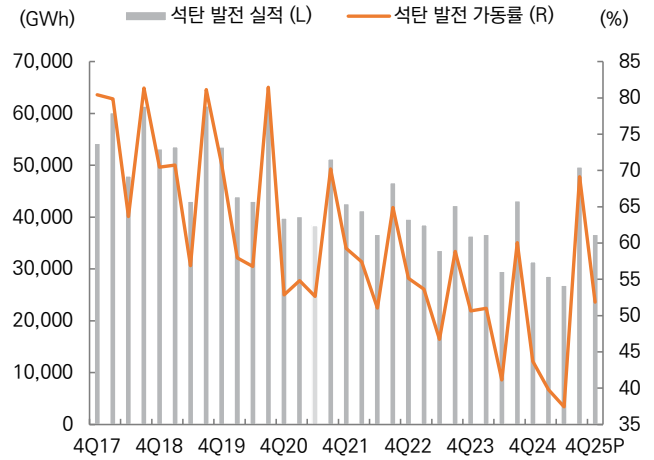
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량 (분기)



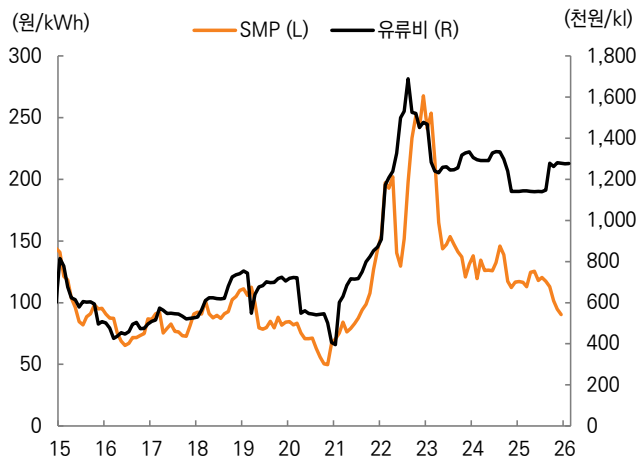
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량 (분기)



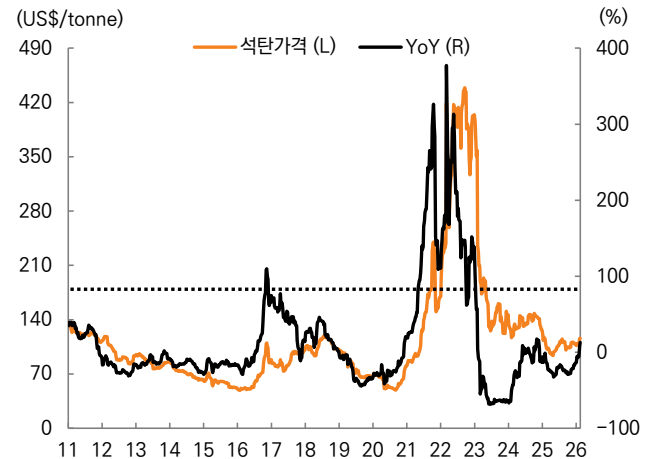
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SMP 및 유류비 추이



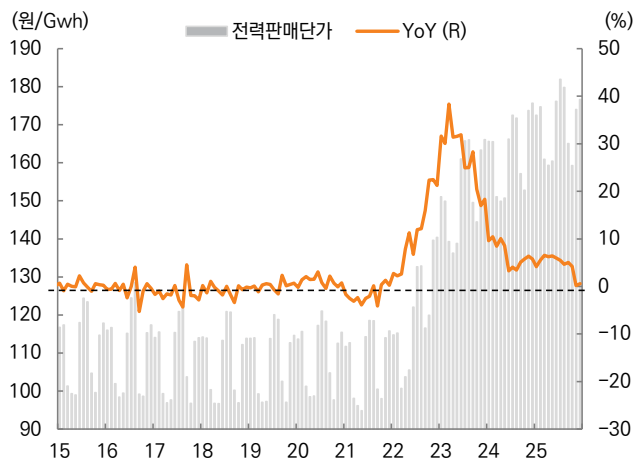
자료: 전력통계정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 석탄 가격 추이



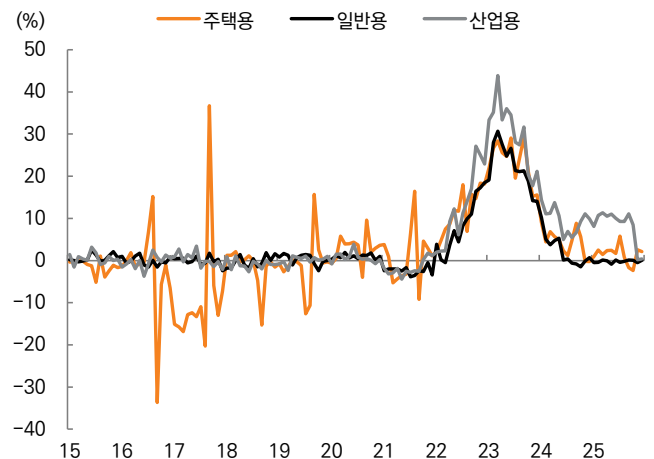
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



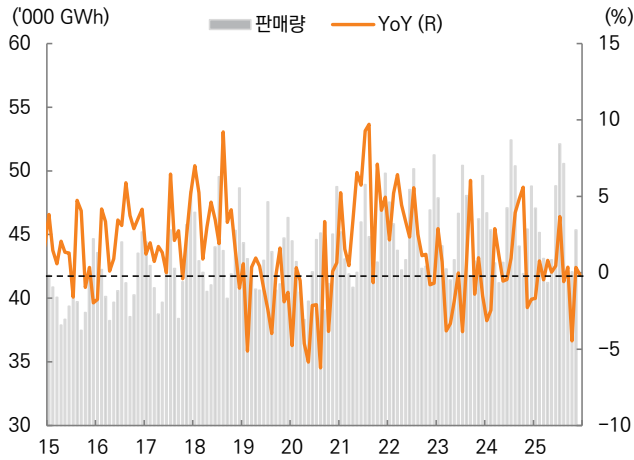
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전력 판매 단가 계약종별 전년동기대비 증감률



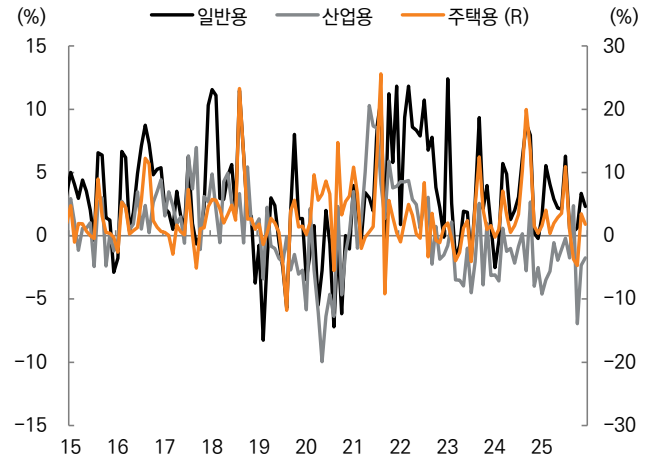
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 전력 판매량 및 전년동기대비 증감률



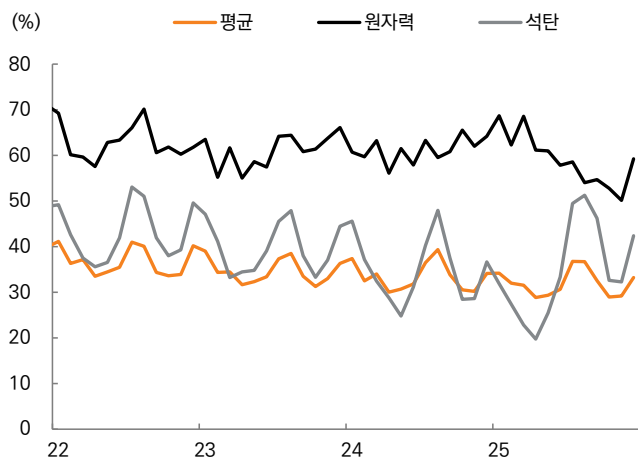
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 전력 판매량 전년동기대비 계약종별 증감률



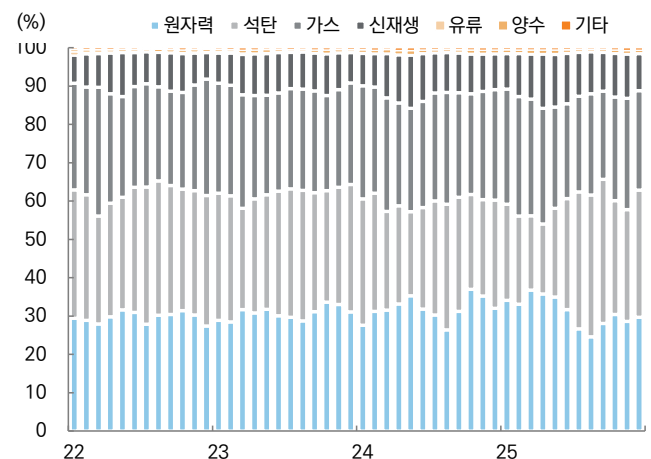
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 에너지원별 가동률 (월간)



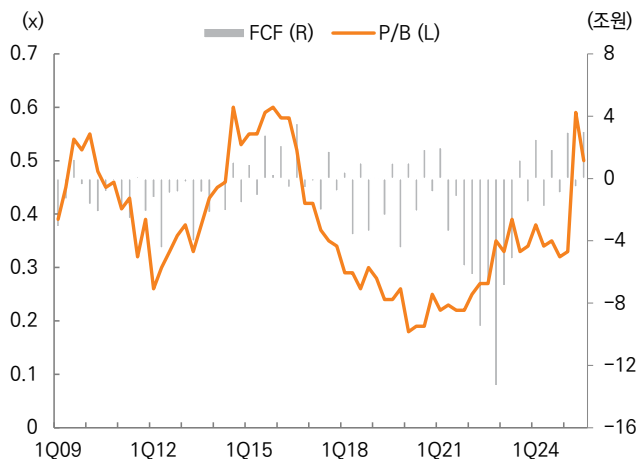
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 에너지원별 비중 (월간)



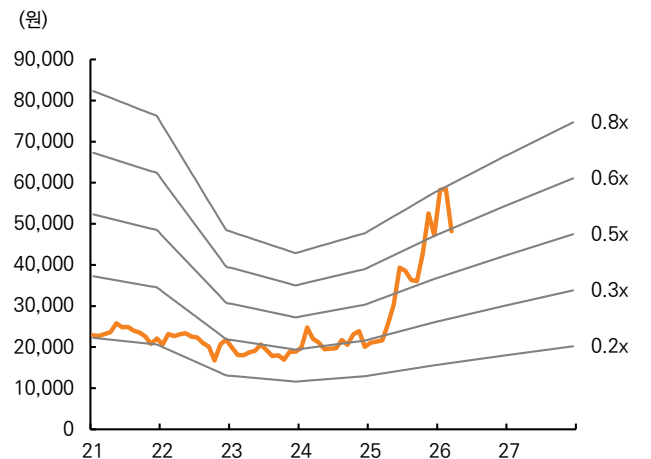
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 한국전력 PBR vs. FCF



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 한국전력 12M FWD PBR 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	93,399	97,435	97,476	97,559
매출원가	81,964	80,751	79,911	80,667
매출총이익	11,435	16,684	17,565	16,892
판매비와관리비	3,070	3,159	3,145	3,145
조정영업이익	8,365	13,525	14,420	13,747
영업이익	8,365	13,525	14,420	13,747
비영업손익	-3,108	-1,794	-3,825	-3,684
금융손익	-4,198	-3,880	-3,631	-3,490
관계기업등 투자손익	882	700	600	600
세전계속사업손익	5,257	11,731	10,595	10,063
계속사업법인세비용	1,635	2,994	2,223	1,988
계속사업이익	3,622	8,737	8,372	8,075
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3,622	8,737	8,372	8,075
지배주주	3,492	8,617	8,297	8,002
비지배주주	130	120	75	73
총포괄이익	4,251	8,258	8,372	8,075
지배주주	4,070	8,160	8,260	7,967
비지배주주	181	98	113	109
EBITDA	22,362	27,439	28,366	28,030
FCF	1,660	5,549	4,996	4,378
EBITDA 마진율 (%)	23.9	28.2	29.1	28.7
영업이익률 (%)	9.0	13.9	14.8	14.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	8.8	8.5	8.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	15,876	20,469	20,996	22,378
당기순이익	3,622	8,737	8,372	8,075
비현금수익비용가감	21,131	21,476	19,794	19,755
유형자산감가상각비	13,834	13,761	13,818	14,173
무형자산상각비	164	154	128	110
기타	7,133	7,561	5,848	5,472
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,790	-4,241	-1,322	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-189	-98	321	-5
재고자산 감소(증가)	-1,413	-1,162	283	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	-33	-130	2
법인세납부	-792	-1,384	-2,223	-1,988
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,093	-18,765	-15,836	-18,002
유형자산처분(취득)	-13,813	-14,608	-16,000	-18,000
무형자산감소(증가)	-91	-57	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,174	-38	164	-2
기타투자활동	1,985	-4,062	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3,849	-3,810	-5,476	-4,336
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,374	-4,868	-4,487	-3,347
자본의 증가(감소)	0	5	0	0
배당금의 지급	-137	-212	-989	-989
기타재무활동	-2,338	1,265	0	0
현금의 증가	-1,960	-108	11	35
기초현금	4,343	2,383	2,275	2,287
기말현금	2,383	2,275	2,287	2,321

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

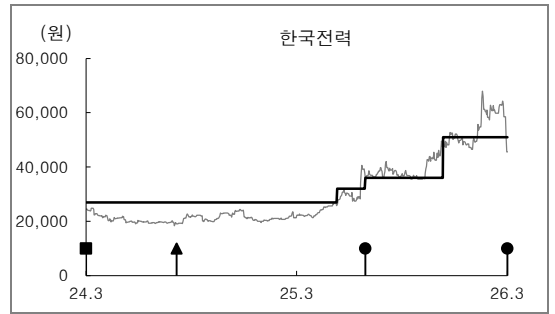
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,255	30,359	29,635	29,681
현금 및 현금성자산	2,383	2,275	2,287	2,321
매출채권 및 기타채권	11,467	11,545	11,213	11,218
재고자산	9,769	9,835	9,552	9,557
기타유동자산	5,636	6,704	6,583	6,585
비유동자산	217,553	220,037	221,662	225,385
관계기업투자등	11,286	11,362	11,035	11,040
유형자산	182,983	185,522	187,704	191,531
무형자산	1,146	1,028	900	790
자산총계	246,808	250,396	251,297	255,066
유동부채	63,969	67,655	62,620	63,281
매입채무 및 기타채무	6,719	6,764	6,569	6,572
단기금융부채	45,069	48,628	44,141	44,793
기타유동부채	12,181	12,263	11,910	11,916
비유동부채	141,476	133,388	131,939	127,961
장기금융부채	91,448	83,022	83,022	79,022
기타비유동부채	50,028	50,366	48,917	48,939
부채총계	205,445	201,043	194,559	191,242
지배주주지분	39,915	48,143	55,451	62,465
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,449	2,449	2,449
이익잉여금	20,128	28,504	35,812	42,826
비지배주주지분	1,448	1,211	1,286	1,359
자본총계	41,363	49,354	56,737	63,824

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	3.7	3.5	3.7	3.9
P/CF (x)	0.5	1.0	1.1	1.1
P/B (x)	0.3	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	6.5	5.7	5.4	5.3
EPS (원)	5,439	13,423	12,924	12,466
CFPS (원)	38,559	47,064	43,875	43,352
BPS (원)	62,177	74,994	86,378	97,303
DPS (원)	213	1,540	1,540	1,540
배당성향 (%)	3.8	11.3	11.8	12.2
배당수익률 (%)	1.1	3.3	2.6	2.6
매출액증가율 (%)	5.9	4.3	0.0	0.1
EBITDA증가율 (%)	163.4	22.7	3.4	-1.2
조정영업이익증가율 (%)	흑전	61.7	6.6	-4.7
EPS증가율 (%)	흑전	146.8	-3.7	-3.5
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.7	8.9	9.0
재고자산 회전율 (회)	10.0	9.9	10.1	10.2
매입채무 회전율 (회)	18.6	17.9	17.9	18.4
ROA (%)	1.5	3.5	3.3	3.2
ROE (%)	9.2	19.6	16.0	13.6
ROIC (%)	3.0	5.5	5.7	5.5
부채비율 (%)	496.7	407.4	342.9	299.6
유동비율 (%)	45.7	44.9	47.3	46.9
순차입금/자기자본 (%)	319.2	252.7	212.0	183.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	3.1	3.5	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



* 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
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 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.