

한국전력 (015760)

지역별 차등요금제 도입은 제도 개편의 시작

투자의견

BUY(유지)

목표주가

50,000 원(상향)

현재주가

38,550 원(8/12)

시가총액

24,748(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 목표주가 50,000원('26F BPS 0.6X)으로 상향, 투자의견 BUY 유지. '26년 지역별 차등요금제 시행 검토로 국내 전력 시장은 제도 개편 초입에 진입했다고 판단. 기업들의 RE 직접 PPA 체결 확대와 더불어 중장기 시장 개방 속도를 가속화할 정책이며, 제도 개편으로 동사의 배당 가시성이 확보되며 밸류에이션 할인율은 축소될 것이라 판단
2Q25 매출액 22조원(-9%qoq, +7%yoy), 영업이익 2.1조원(-43%qoq, +71%yoy), 순이익 1.2조원(-50%qoq, +928%yoy)으로 전년대비 개선되었으나 시장 눈높이는 하회하는 실적 기록. 지난 분기에 이어 송전선로 병목현상이 지속되며 석탄발전 이용률은 38%로 부진. 원전 이용률은 83%(+2%p yoy)로 상승했으나, RPS 비용 증가로 인해 전력구입단가가 209원/kWh(+18원/kWh qoq)으로 상승하며 마진 개선 속도가 더뎠음(변동비 마진 8원/kWh)
- 3Q25 매출액 26조원(+17%qoq, -1%yoy), 영업이익 3.8조원(+77%qoq, +11%yoy)으로 전망. 하반기 SMP 본격 하락하며 영업이익 7.6조원으로 전년대비 1.8조원 증가 예상. 실적 증가에도 사채 상황, 투자비 증가 감안 시 배당 여력은 크지 않다고 판단. 그럼에도 중장기 펀더멘털 개선과 제도 개편 기대감으로 주가 상승세는 지속될 전망

주가(원,8/12)	38,550
시가총액(십억원)	24,748

발행주식수	641,964천주
52주 최고가	42,450원
최저가	19,130원
52주 일간 Beta	0.39
60일 평균거래대금	1,832억원
외국인 지분율	20.4%
배당수익률(2025E)	0.8%

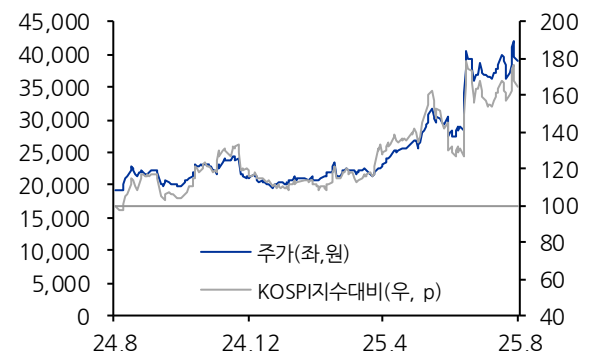
주주구성(%)	
한국산업은행 (외 3인)	51.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	3.7	61.5	77.9
절대기준	4.2	86.7	99.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	50,000	36,000	▲
영업이익(25)	13,466	15,043	▼
영업이익(26)	14,921	14,455	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	88,219	93,399	94,592	95,462
영업이익	-4,542	8,365	13,466	14,921
세전손익	-7,554	5,257	9,152	10,907
당기순이익	-4,716	3,622	7,000	8,355
EPS(원)	-7,512	5,439	10,526	12,806
증감률(%)	-	흑전	93.5	21.7
PER(배)	-	3.7	3.7	3.0
ROE(%)	-12.6	9.2	15.9	16.7
PBR(배)	0.3	0.3	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	17.0	6.5	5.3	4.9

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 지역별 요금제 진행상황

- 정부 도소매 지역별 요금제 도입 계획에 맞춰 도입 방안 설계 중
- 소매
 - 2026 년초까지 도입 방안 설립 후 세부 시행 방안 마련할 계획
 - 1H26 내 정부와 협의 후 이해관계자 의견 수렴해 2026 년내 제도 도입 목표
- 도매
 - 전력거래소 주관으로 2025 년내 목표로 제도 협의 중

Q. 전력 직접 구매 증가에 따른 영향과 대응전략

- LG 화학 여수공장 6월 이후 전력거래소와 직접 거래하며 동사 매출 및 매출원가에서 제외
- 이외 전력 직접 구매를 신청한 기업들 더 있는 것으로 알고 있으나 공개 불가
- 산업부, 동사, 전력거래소간 직접 구매 제도 개선 합의 내용
 - 전력 직접 구매자 의무 거래 기한 1 년에서 3 년으로 연장
 - 판매 사업자가 부담 중인 기타 복지비용 부과

Q. 산업용, 일반용 요금 전망

- 현재 누적 적자 해소 및 재무 정상화를 위해 요금 인상 필요한 상황
- 그간 산업용 요금 인상 집중되어, 추가 요금 조정 여력은 제한적
- 산업용 이외 요금 조정 검토 중이나 구체적인 종별, 수준, 시기는 정해진 바 없음

Q. 미국 원전 시장 진출 관련 제반사항

- 최근 미국은 2050 년까지 원전 용량 100GW에서 400GW로 4배 확대 발표
- 미국 시장 진출에 관심 가지고 긍정적으로 제반 여건 검토 중

Q. 8월 SMP 낮은 원인, 2025년 전망

- SMP는 전력거래소에서 수요 예측 후 산정
- 휴가와 날씨 등 영향으로 거래소가 사전 예측한 8월 수요 대비 실제 수요 적은 것으로 파악
- 추가로 거래소에서 계약 방식을 일부 바꾼 것으로 추정되나 이는 거래소에 확인해야 할 사항
- 2025년 전망은 환율, 연료가격, 거래소 계통 운영 등에 따라 달라져 추정 어려움

Q. 누진제 완화 관련 2025년 영향

- 하계 누진 구간 완화는 2019년부터 시행되고 있는 제도
- 2025년 영향은 2024년과 큰 차이 없을 것으로 판단

Q. 2Q25, 2025년 정산조정계수

- 1Q25, 2Q25 원전과 화력발전소에 적용되는 정산조정계수 변경된 바 없음
- 향후 재무 균형을 유지할 수 있는 수준으로 재산정해 적절하게 산정할 계획

Q. 최근 정부 배당정책 변화

- 중장기 정부 배당목표는 배당성향 40%
- 최근 별도로 기재부 및 정부에서 배당성향 변경과 관련해 알려진 내용 없음
- 동사 재무상황과 전력망 확충에 필요한 투자수요를 고려해 배당성향 결정할 것

Q. 정산조정계수와 배당 연관성

- 정산조정계수는 비용 평가 세부 운영 규정에 근거해 산정
- 비용평가위원회에서 발전사들의 연료비와 고정비를 고려해 산정하므로 배당과는 무관

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	94,735	95,607	94,592	95,462	(0.2)	(0.2)
영업이익	15,043	14,455	13,466	14,921	(10.5)	3.2
영업이익률(%)	15.9	15.1	14.2	15.6	(1.6)	0.5
EBITDA	30,506	30,255	28,928	30,721	(5.2)	1.5
EBITDA 이익률(%)	32.2	31.6	30.6	32.2	(1.6)	0.5
순이익	8,206	7,998	7,000	8,355	(14.7)	4.5

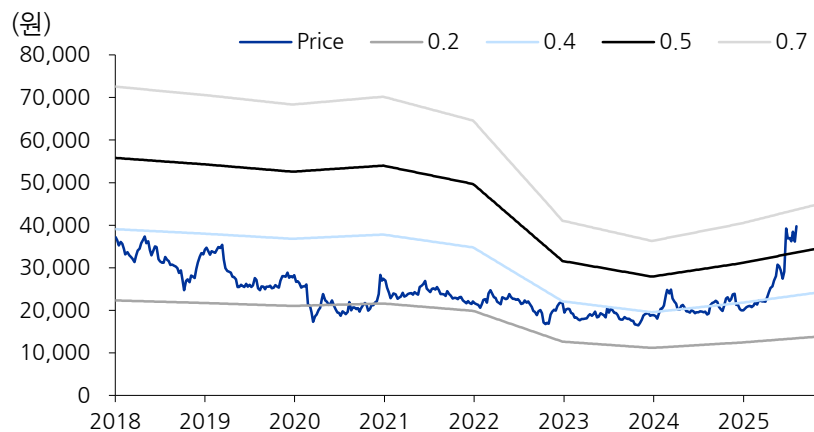
자료: 유진투자증권

도표 2. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	21,950	25,752	22,665	88,219	93,399	94,592
영업비용											
연료비	6,160	4,756	6,725	4,897	5,010	4,315	5,978	4,886	26,978	22,538	20,189
구입전력비	9,203	7,970	9,647	7,841	8,757	8,601	9,579	7,052	38,304	34,660	33,989
기타	6,630	6,497	6,336	8,373	6,704	6,898	6,416	6,931	27,479	27,836	26,949
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,419	3,754	2,136	3,780	3,797	(4,542)	8,365	13,466
OPM(%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	9.7	14.7	16.8	(5.1)	9.0	14.2
세전이익	738	349	2,977	1,193	3,232	1,665	2,604	1,651	(7,554)	5,257	9,152
순이익	596	114	1,880	1,032	2,362	1,176	2,005	1,456	(4,716)	3,622	7,000

자료: 한국전력, 유진투자증권

도표 3. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	239,715	246,808	251,321	255,940	263,793
유동자산	29,536	29,255	31,246	31,417	34,305
현금성자산	5,440	4,489	6,762	6,734	8,945
매출채권	11,913	12,128	12,174	12,286	12,667
재고자산	8,876	9,769	9,442	9,528	9,824
비유동자산	210,179	217,553	220,075	224,522	229,489
투자자산	29,170	33,424	33,851	34,162	35,221
유형자산	179,876	182,983	185,145	189,317	193,227
기타	1,133	1,146	1,079	1,044	1,040
부채총계	202,450	205,445	204,762	201,352	200,778
유동부채	61,248	63,969	63,911	63,994	64,277
매입채무	8,737	9,079	9,022	9,105	9,387
유동성이자부채	41,752	45,069	45,069	45,069	45,069
기타	10,759	9,820	9,820	9,820	9,820
비유동부채	141,202	141,476	140,850	137,357	136,501
비유동이자부채	96,139	91,448	90,337	86,354	85,003
기타	45,062	50,028	50,513	51,003	51,498
자본총계	37,265	41,363	46,559	54,588	63,016
자본지분	35,845	39,915	45,112	53,140	61,568
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	16,338	20,128	26,749	34,777	43,205
기타	13,852	14,133	12,709	12,709	12,709
비자본지분	1,420	1,448	1,448	1,448	1,448
자본총계	37,265	41,363	46,559	54,588	63,016
충차입금	137,892	136,518	135,407	131,424	130,073
순차입금	132,452	132,029	128,645	124,690	121,128

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,522	15,876	19,423	19,231	21,942
당기순이익	(4,716)	3,622	7,000	8,355	8,943
자산상각비	13,032	13,997	15,462	15,800	16,123
기타비현금성손익	2,804	7,134	(4,675)	(6,785)	(4,647)
운전자본증감	(5,142)	(3,790)	224	(116)	(394)
매출채권감소(증가)	(858)	(189)	(46)	(112)	(381)
재고자산감소(증가)	148	(1,413)	328	(87)	(295)
매입채무증가(감소)	(4,115)	12	(57)	83	282
기타	(316)	(2,201)	0	0	0
투자현금	(13,074)	(14,093)	(17,014)	(19,067)	(19,474)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(492)	(215)	544	870	556
설비투자	(13,908)	(14,216)	(17,445)	(19,798)	(19,860)
유형자산처분	310	403	0	0	0
무형자산처분	(75)	(91)	(113)	(138)	(170)
재무현금	12,662	(3,849)	(1,248)	(4,176)	(1,608)
차입금증가	12,119	(4,219)	(1,111)	(3,983)	(1,351)
자본증가	(56)	(137)	(137)	(193)	(257)
배당금지급	56	137	137	193	257
현금 증감	1,108	(1,960)	2,273	(28)	2,211
기초현금	3,235	4,343	2,383	4,656	4,628
기말현금	4,343	2,383	4,656	4,628	6,839
Gross Cash flow	11,120	24,753	19,199	19,347	22,335
Gross Investment	18,215	17,884	16,789	19,182	19,868
Free Cash Flow	(7,095)	6,870	2,409	165	2,468

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	88,219	93,399	94,592	95,462	98,421
증가율(%)	23.8	5.9	1.3	0.9	3.1
매출원가	89,700	81,964	78,185	77,542	79,229
매출총이익	(1,480)	11,435	16,406	17,920	19,192
판매 및 일반관리비	3,062	3,070	2,940	2,999	3,092
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	(4,542)	8,365	13,466	14,921	16,100
증가율(%)	적지	흑전	61.0	10.8	7.9
EBITDA	8,491	22,362	28,928	30,721	32,223
증가율(%)	흑전	163.4	29.4	6.2	4.9
영업외손익	(3,012)	(3,108)	(4,314)	(4,014)	(4,015)
이자수익	456	538	202	192	166
이자비용	4,452	4,665	5,358	5,308	5,255
지분법손익	613	882	706	988	959
기타영업손익	371	136	137	115	116
세전순이익	(7,554)	5,257	9,152	10,907	12,085
증가율(%)	적지	흑전	74.1	19.2	10.8
법인세비용	(2,838)	1,635	2,153	2,552	3,143
당기순이익	(4,716)	3,622	7,000	8,355	8,943
증가율(%)	적지	흑전	93.3	19.4	7.0
지배주주지분	(4,823)	3,492	6,757	8,221	8,684
증가율(%)	적지	흑전	93.5	21.7	5.6
비지배지분	106	130	242	134	258
EPS(원)	(7,512)	5,439	10,526	12,806	13,528
증가율(%)	적지	흑전	93.5	21.7	5.6
수정EPS(원)	(7,512)	5,439	10,526	12,806	13,528
증가율(%)	적지	흑전	93.5	21.7	5.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(7,512)	5,439	10,526	12,806	13,528
BPS	55,837	62,177	70,272	82,778	95,906
DPS	0	213	300	400	500
밸류에이션(배, %)					
PER	-	3.7	3.7	3.0	2.8
PBR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	17.0	6.5	5.3	4.9	4.5
배당수익률	0.0	1.1	0.8	1.0	1.3
PCR	1.1	0.5	1.3	1.3	1.1
수익성(%)					
영업이익률	(5.1)	9.0	14.2	15.6	16.4
EBITDA이익률	9.6	23.9	30.6	32.2	32.7
순이익률	(5.3)	3.9	7.4	8.8	9.1
ROE	(12.6)	9.2	15.9	16.7	15.1
ROIC	(2.1)	3.6	6.4	7.0	7.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	355.4	319.2	276.3	228.4	192.2
유동비율	48.2	45.7	48.9	49.1	53.4
이자보상배율	(1.0)	1.8	2.5	2.8	3.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.9	7.8	7.8	7.8	7.9
재고자산회전율	9.4	10.0	9.8	10.1	10.2
매입채무회전율	8.7	10.5	10.5	10.5	10.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

