

2025. 5. 14



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **35,000 원**

현재주가 (5.13) **25,750 원**

상승여력 **35.9%**

KOSPI 2,608.42pt

시가총액 165,306억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 45.66%

외국인비중 18.22%

52주 최고/최저가 26,950원/18,400원

평균거래대금 426.3억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

국민연금공단 6.88

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 11.2 16.0 32.9

상대주가 3.7 7.5 38.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	88,219.5	-4,541.7	-4,822.6	-7,512	적지	55,837	-2.5	0.3	17.0	-12.6	543.3
2024	93,398.9	8,364.7	3,491.7	5,439	흑전	62,177	3.7	0.3	6.5	9.2	496.7
2025E	95,981.6	13,913.2	8,131.9	12,667	127.1	74,631	2.0	0.3	5.0	18.5	413.1
2026E	96,651.1	18,637.0	11,698.7	18,223	43.7	90,954	1.4	0.3	3.9	22.0	341.2
2027E	97,387.0	19,303.8	12,837.0	19,996	9.7	108,451	1.3	0.2	3.4	20.1	282.1

한국전력 015760

1Q25 Review: 조금은 밝아진 배당 전망

- ✓ 1Q25 연결 영업이익은 3.75조원을 기록하며 컨센서스(3.90조원)를 소폭 하회
- ✓ 스프레드 개선에도 불구하고 석탄 발전량 감소가 예상보다 컸음
- ✓ 의외의 영업외 손익, 2025년 DPS 전망치 상향(배당수익률 7.4%), 다만 변수가 큼
- ✓ 배당 가시성이 높아지는 하반기로 갈수록 멀티플 상승 기대
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 35,000원으로 +17% 상향

좋은 실적이지만, 석탄 발전량 감소가 옥의 티

1Q25 연결 영업이익은 3.75조원(+15.5% YoY)을 기록하며 컨센서스(3.90조원)를 소폭 하회했다. SMP 하락, 판가 상승에 따른 스프레드는 예상대로였다. 다만 석탄 발전량 급감(-22.0% YoY) 폭이 생각보다 컸다. 석탄이용률은 40.7%(-11.5%p YoY)를 기록했다. 또한 정산조정계수 상승으로 인해 전력구입비가 예상보다 커졌다. 석탄 발전량 감소는 동해안 송전제약이 주요 원인이다. 2025년 내 이러한 추세가 유지될 가능성이 높다. 동해안-신가평 HVDC 1,2단계 준공(2026년 예상) 이후 송전제약 완화를 기대한다.

의외의 자회사 배당 vs 정산단가 상승: 2025년 DPS는 얼마?

1Q25 별도 순이익은 2.8조원(+376% YoY)을 기록하며 크게 개선되었는데, 자회사들로부터 받은 배당 수익 1.8조원(+1.7조원 YoY)의 영향이 컸다. 별도 순이익 기준으로 배당을 하기 때문에 긍정적인 변화다. 반면 1Q25 SMP 상승폭(+0.1원/kWh)보다 정산단가 상승폭(+12.5원/kWh)이 컸다는 점은 리스크다. 1)정산단가-SMP 간의 스프레드가 평년 수준으로 정상화, 2)배당성향 20%를 가정했을 때, 2025년 예상 DPS는 1,900원(배당수익률 7.4%)으로 전망한다. 다만, 정산조정계수 등 예측이 어려운 변수가 있어 DPS 전망치에 변동 폭이 클 수 있다.

배당 가시성이 높아질수록 멀티플도 상승 전망

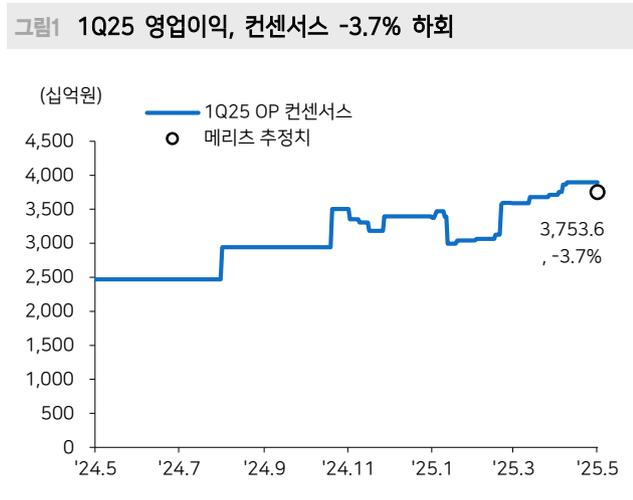
투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 35,000원으로 +17% 상향한다. ROE는 이미 호황기 수준에 진입했다. 하반기로 갈수록 배당에 대한 가시성이 높아진다면 점진적인 멀티플 상승도 기대할 수 있다.

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	24,224.0	23,292.7	4.0	23,529.1	3.0	24,350.5	-0.5	24,556.9	-1.4
영업이익	3,753.6	1,299.3	188.9	2,419.1	55.2	4,164.4	-9.9	3,898.1	-3.7
세전이익	3,231.9	737.8	338.1	1,193.1	170.9	3,776.7	-14.4	3,138.3	3.0
순이익	2,361.7	595.9	296.3	1,032.0	128.9	3,021.4	-21.8	2,282.0	3.5
영업이익률(%)	15.5	5.6		10.3		17.1		15.9	
세전이익률(%)	13.3	3.2		5.1		15.5		12.8	
순이익률(%)	9.7	2.6		4.4		12.4		9.3	

자료: Quantwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	95,981.6	93,398.9	2.8	96,108.2	-0.1	97,374.0	-1.4
영업이익	13,913.2	8,364.7	66.3	12,502.9	11.3	13,555.1	2.6
세전이익	10,559.8	5,256.5	100.9	9,464.6	11.6	9,977.0	5.8
지배주주 순이익	8,131.9	3,491.7	132.9	7,496.0	8.5	7,263.8	12.0
영업이익률(%)	14.5	9.0		13.0		13.9	
세전이익률(%)	11.0	5.6		9.8		10.2	
순이익률(%)	8.5	3.7		7.8		7.5	

자료: Quantwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 적정주가 산출

구분	적용값	내용
예상 BPS (원)	71,947	선형 12개월 평균 BPS
적정 PBR (배)	0.48	2015~2016년 호황기 평균. 해당 기간 평균 ROE는 16.1%로 2025년 예상 ROE 17.3%와 유사
적정주가 (원)	35,000	
현재주가 (원)	25,750	
상승여력 (%)	35.9	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	76.9	65.0	66.0	67.0	82.1	79.6	68.7	68.0
원/달러 환율	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,452.8	1,410.0	1,390.0	1,360.0	1,305.7	1,363.4	1,403.2	1,360.0
SMP(원/kWh)	130.7	126.1	139.1	115.4	115.5	124.7	131.4	104.2	166.4	127.8	119.0	105.9
석탄 발전단가(원/kWh)	80.0	76.1	74.7	77.3	79.2	80.7	81.7	68.7	92.5	77.0	77.5	69.9
LNG 발전단가(원/kWh)	206.7	183.8	184.5	201.2	175.5	184.7	191.4	164.2	215.9	194.0	179.0	165.9
원전이용률(%)	85.0	80.4	83.2	86.8	92.4	88.0	88.0	88.0	84.3	83.8	89.1	85.0
석탄이용률(%)	52.2	41.6	60.0	43.7	40.7	34.6	53.0	36.7	52.9	49.4	41.3	43.3
전력 판매단가(원/kWh)	160.9	155.7	167.1	167.4	169.5	164.3	174.7	169.2	152.7	162.8	169.4	169.4
실적 전망												
연결 매출	23,292.7	20,473.7	26,103.4	23,529.1	24,224.0	21,291.8	26,918.8	23,547.1	88,219.5	93,398.9	95,981.6	96,651.1
매출액증가율(% YoY)	7.9	4.3	6.7	4.4	4.0	4.0	3.1	0.1	23.8	5.9	2.8	0.7
매출원가	21,303.2	18,460.8	21,951.1	20,249.1	19,744.9	18,281.9	21,802.5	19,020.0	89,699.5	81,964.2	78,849.3	74,712.3
연료비	6,160.1	4,756.3	6,724.7	4,896.7	5,010.0	4,393.1	6,615.7	4,030.9	26,978.3	22,537.8	20,049.6	18,451.3
구입전력비	9,202.9	7,969.7	9,646.7	7,840.6	8,756.8	8,084.1	9,655.9	7,277.5	38,304.3	34,659.9	33,774.3	30,975.3
감가상각비	3,473.6	3,390.8	3,516.2	3,296.7	3,411.2	3,414.2	3,401.3	3,412.2	12,702.1	13,677.3	13,638.9	13,671.6
인건비	1,351.0	1,396.8	1,344.9	1,777.9	1,378.0	1,424.8	1,371.8	1,813.4	5,339.3	5,870.6	5,988.0	6,107.8
수선비 및 기타	1,115.6	947.1	718.6	2,437.2	1,188.9	965.8	757.8	2,486.0	6,375.5	5,218.5	5,398.4	5,506.4
매출총이익	1,989.6	2,012.9	4,152.2	3,280.0	4,479.1	3,009.9	5,116.3	4,527.0	-1,480.1	11,434.7	17,132.3	21,938.7
매출총이익률(%)	8.5	9.8	15.9	13.9	18.5	14.1	19.0	19.2	-1.7	12.2	17.8	22.7
판매비	690.2	762.7	756.2	861.0	725.4	781.5	786.5	925.7	3,061.6	3,070.0	3,219.1	3,301.8
판매비율(%)	3.0	3.7	2.9	3.7	3.0	3.7	2.9	3.9	3.5	3.3	3.4	3.4
영업이익	1,299.3	1,250.3	3,396.1	2,419.1	3,753.6	2,228.4	4,329.8	3,601.4	-4,541.6	8,364.7	13,913.2	18,637.0
영업이익 성장률(%YoY)	흑전	흑전	70.1	26.5	188.9	78.2	27.5	48.9	적축	흑전	66.3	34.0
영업이익률(%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	10.5	16.1	15.3	-5.1	9.0	14.5	19.3
금융손익	-1,014.0	-1,055.9	-799.4	-1,217.7	-731.4	-1,344.2	-1,027.3	-1,079.2	-3,922.0	-4,087.1	-4,182.2	-3,261.4
기타손익	47.9	59.2	127.8	-138.3	-203.0	58.9	29.0	43.8	296.6	96.6	-71.3	5.5
종속,관계기업 관련 손익	404.5	95.5	252.2	130.1	412.6	97.4	257.2	132.7	613.0	882.3	900.0	918.0
세전이익	737.8	349.0	2,976.6	1,193.1	3,231.9	1,040.6	3,588.7	2,698.6	-7,554.0	5,256.5	10,559.8	16,299.1
연결 당기순이익	595.9	114.4	1,879.6	1,032.0	2,361.7	832.5	2,870.9	2,158.9	-4,716.1	3,622.0	8,224.0	11,816.8
당기순이익률(%)	2.6	0.6	7.2	4.4	9.7	3.9	10.7	9.2	-5.3	3.9	8.6	12.2
순이익성장률(% YoY)	흑전	흑전	125.6	-18.5	296.3	627.6	52.7	109.2	적축	흑전	127.1	43.7
지배주주 손이익	561.5	65.1	1,849.3	1,015.8	2,328.2	824.1	2,842.2	2,137.3	-4,822.5	3,491.7	8,131.9	11,698.7

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	88,219.5	93,398.9	95,981.6	96,651.1	97,387.0
매출액증가율(%)	23.8	5.9	2.8	0.7	0.8
매출원가	89,699.5	81,964.2	78,849.3	74,712.4	74,659.7
매출총이익	-1,480.1	11,434.7	17,132.3	21,938.8	22,727.2
판매관리비	3,061.6	3,070.0	3,219.1	3,301.8	3,423.5
영업이익	-4,541.7	8,364.7	13,913.2	18,637.0	19,303.8
영업이익률(%)	-5.1	9.0	14.5	19.3	19.8
금융손익	-3,922.0	-4,087.1	-4,182.2	-3,261.4	-2,358.0
중속/관계기업손익	613.0	882.3	900.0	918.0	936.3
기타영업외손익	296.6	96.6	-71.3	5.5	2.9
세전계속사업이익	-7,554.0	5,256.5	10,559.8	16,299.1	17,885.0
법인세비용	-2,837.8	1,634.6	2,335.7	4,482.3	4,918.4
당기순이익	-4,716.1	3,622.0	8,224.0	11,816.8	12,966.6
비배주주지분 순이익	-4,822.6	3,491.7	8,131.9	11,698.7	12,837.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	29,536.2	29,255.2	35,872.0	46,589.4	53,890.5
현금및현금성자산	4,342.9	2,383.0	11,880.3	20,568.7	28,026.3
매출채권	11,009.5	11,099.2	11,107.7	11,181.2	11,253.6
재고자산	8,875.6	9,769.2	9,776.7	9,841.5	9,905.1
비유동자산	210,178.8	217,552.6	217,864.8	218,368.3	218,966.0
유형자산	179,875.5	182,982.8	183,243.7	183,612.9	184,081.3
무형자산	1,133.1	1,146.1	1,186.1	1,222.1	1,254.7
투자자산	13,208.8	16,232.1	16,243.4	16,341.7	16,438.4
자산총계	239,715.0	246,807.8	253,736.9	264,957.7	272,856.4
유동부채	61,248.4	63,968.8	61,627.2	60,567.6	58,196.4
매입채무	4,341.5	4,494.5	4,497.9	4,527.7	4,557.0
단기차입금	10,667.3	9,122.8	11,822.8	13,259.8	13,175.8
유동성장기부채	30,454.0	35,319.2	32,304.0	29,691.4	27,290.3
비유동부채	141,201.8	141,476.2	142,659.6	144,342.9	143,251.1
사채	89,117.7	84,972.7	83,937.7	82,902.7	78,762.7
장기차입금	3,392.8	3,118.8	3,245.4	3,377.2	3,514.3
부채총계	202,450.2	205,445.0	204,286.8	204,910.5	201,447.5
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6
기타포괄이익누계액	557.4	1,424.0	1,424.0	1,424.0	1,424.0
이익잉여금	16,338.3	20,128.3	28,123.4	38,602.4	49,834.4
비배주주지분	1,419.7	1,447.6	1,539.7	1,657.9	1,787.5
자본총계	37,264.8	41,362.8	49,450.1	60,047.2	71,408.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,522.2	15,876.1	22,286.5	28,411.3	29,928.7
당기순이익(손실)	-4,716.1	3,622.0	8,224.0	11,816.8	12,966.6
유형자산상각비	12,869.1	13,833.8	13,881.9	13,915.1	13,958.7
무형자산상각비	163.2	163.6	175.4	181.5	187.1
운전자본의 증감	-5,141.7	-3,790.5	47.0	2,544.0	2,869.2
투자활동 현금흐름	-13,073.8	-14,093.1	-11,429.5	-16,428.5	-14,382.3
유형자산의증가(CAPEX)	-13,908.4	-14,216.0	-14,142.8	-14,284.3	-14,427.1
투자자산의감소(증가)	-880.5	-3,023.2	-11.3	-98.3	-96.7
재무활동 현금흐름	12,661.9	-3,849.3	-1,359.8	-3,294.4	-8,088.9
차입금의 증감	12,690.7	-1,374.3	-1,223.0	-2,074.6	-6,483.9
자본의 증가	332.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,108.1	-1,959.9	9,497.3	8,688.5	7,457.6
기초현금	3,234.8	4,342.9	2,383.0	11,880.3	20,568.7
기말현금	4,342.9	2,383.0	11,880.3	20,568.7	28,026.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	137,421	145,489	149,513	150,555	151,702
EPS(지배주주)	-7,512	5,439	12,667	18,223	19,996
CFPS	17,323	38,559	44,474	52,428	53,568
EBITDAPS	13,226	34,834	43,570	50,990	52,105
BPS	55,837	62,177	74,631	90,954	108,451
DPS	0	213	1,900	2,500	2,500
배당수익률(%)	0.0	1.1	7.4	9.7	9.7
Valuation(Multiple)					
PER	-2.5	3.7	2.0	1.4	1.3
PCR	1.1	0.5	0.6	0.5	0.5
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EBITDA(십억원)	8,490.6	22,362.1	27,970.5	32,733.6	33,449.5
EV/EBITDA	17.0	6.5	5.0	3.9	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.6	9.2	18.5	22.0	20.1
EBITDA 이익률	9.6	23.9	29.1	33.9	34.3
부채비율	543.3	496.7	413.1	341.2	282.1
금융비용부담률	5.0	5.0	4.9	4.5	3.9
이자보상배율(x)	-1.0	1.8	3.0	4.3	5.1
매출채권회전율(x)	8.6	8.4	8.6	8.7	8.7
재고자산회전율(x)	9.4	10.0	9.8	9.9	9.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

