

한국전력 (015760)

유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

4Q25 Review: 실적과 배당, 둘 다 아쉬웠다

자회사 중심으로 대규모 일회성 반영

4Q25 연결 영업이익은 2.0조원(-18.4% YoY)을 기록하며 컨센서스(3.4조원)를 크게 하회했다. 경상적인 부분에서 석탄 이용률이 당사의 예상치보다 소폭 낮긴 했으나, 큰 변수는 없었다. 연료비와 구입전력비는 예상 수준이다. 다만 수선비 및 기타 영업비용이 전년 동기 대비 1.3조원 증가한 것으로 추정된다. 4Q25 자회사의 대규모 해외 사업 손실 반영이 주요 원인인 것으로 보인다. 원전 사후처리 총당부채 반영, 온실가스 총당 부채 반영도 영향을 미쳤다. 해외 사업 손실은 공사 진행률과 사업 규모를 감안했을 시 2026년에 다시 유의미한 영향을 미치진 어렵다고 판단한다. 원전 관련 총당부채 조정은 2년 마다 진행하므로, 2026년에는 관련 이슈가 소멸할 전망이다.

실적보다 아쉬운 배당성향

2025년 DPS로 1,540원(시가배당률 3.2%, 별도 기준 배당성향 13.7%)을 공시했다. 실제 별도순이익은 당사의 기대치를 상회했음에도 배당성향은 당사의 기대치(20%)를 하회하였으며 2024년 배당성향(16.5%)보다도 하락한 모습이다. 2026년, 2027년 단계적 배당 성향 상황을 기대하던 투자자들에게는 아쉬운 결과다. 그럼에도 불구하고 2026년에는 배당 성향 상황을 다시 기대한다. 경영평가등급 산정에 배당 관련 지표가 반영되고, 재무구조가 추가 개선되는 것이 그 근거다.

이익 전망치 하향은 단기 이슈, 하반기 원전 기대감 여전히 유효

투자 의견 Buy, 적정주가 74,000원을 유지한다. 유가 가정 상향으로 2026년 이익 전망치가 소폭 하향 조정(-8%)되었다. 그러나 단기 이익이 동사의 기업 가치에 영향을 주는 민감도는 낮아졌다. 단기적으로 악재를 소화하는 기간은 필요하지만, 원전에 대한 기대감이 재차 주가 반등을 이끌 가능성이 높다. 한미원전협력은 대미 인프라 특별법 통과, 수출 가버넌스 조정 등 다양한 합의를 거친 이후 하반기 본격화될 가능성이 높다. 4Q26 전기요금 인상 기대감, 베트남 원전 사업 수주 기대감 역시 상승세를 뒷받침할 전망이다.

Meritz Research 2026. 2. 27

Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	74,000원
현재주가 (2.26)	63,300원
상승여력	16.9%

KOSPI	6,307.27pt
시가총액	406,363억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	45.10%
외국인비중	23.57%
52주 최고/최저가	67,900원/21,350원
평균거래대금	2,077.1억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 1인	51.11
국민연금공단	7.90

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.8	71.1	169.4
상대주가	-17.8	-13.8	12.8

주가그래프



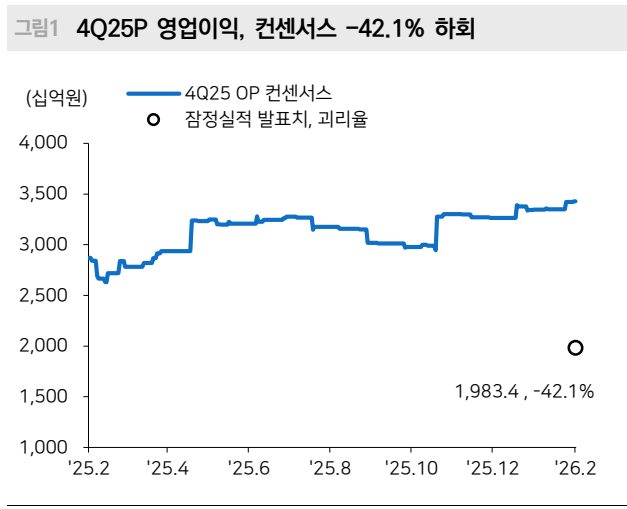
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	93,398.9	8,364.7	3,491.7	5,439	-172.4	62,177	3.7	0.3	6.5	9.2	496.7
2025E	97,434.5	13,524.8	8,617.0	13,423	146.8	74,693	3.5	0.6	5.6	19.6	404.0
2026E	96,015.7	17,731.9	10,833.5	16,876	25.7	90,028	3.8	0.7	4.8	20.5	335.8
2027E	96,714.2	18,460.5	11,484.1	17,889	6.0	106,097	3.5	0.6	4.4	18.2	281.0
2028E	97,417.8	18,220.8	11,636.8	18,127	1.3	121,774	3.5	0.5	1.9	15.9	209.5

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	23,688.0	23,529.1	0.7	27,572.4	-14.1	23,547.1	0.6	23,900.6	-0.9
영업이익	1,983.4	2,419.1	-18.0	5,651.9	-64.9	3,202.8	-38.1	3,426.4	-42.1
세전이익	1,485.2	1,193.1	24.5	5,349.2	-72.2	2,329.9	-36.3	2,484.5	-40.2
순이익	1,409.1	1,032.0	36.5	3,790.0	-62.8	1,863.9	-24.4	1,717.5	-18.0
영업이익률(%)	8.4	10.3		20.5		13.6		14.3	
세전이익률(%)	6.3	5.1		19.4		9.9		10.4	
순이익률(%)	5.9	4.4		13.7		7.9		7.2	

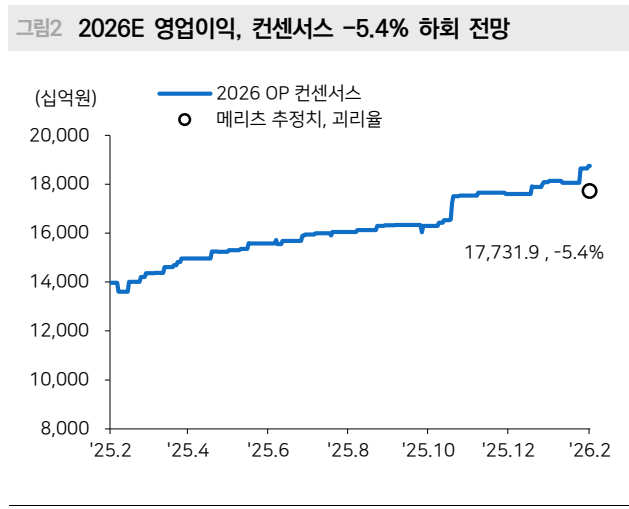
자료: Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	97,434.5	97,293.6	0.1	96,015.7	95,755.9	0.3
영업이익	13,524.8	14,744.2	-8.3	17,731.9	18,748.3	-5.4
세전이익	11,731.4	12,576.1	-6.7	15,093.6	16,277.5	-7.3
순이익	8,617.0	9,065.8	-5.0	10,833.5	11,683.2	-7.3
영업이익률(%)	13.9	15.2		18.5	19.6	
세전이익률(%)	12.0	12.9		15.7	17.0	
순이익률(%)	8.8	9.3		11.3	12.2	

자료: Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	76.9	66.9	70.1	63.8	65.0	65.0	65.0	65.0	79.6	69.4	65.0	65.0
원/달러 환율	1,452.8	1,401.9	1,385.6	1,449.5	1,438.0	1,410.0	1,420.0	1,425.0	1,363.4	1,422.4	1,423.3	1,420.0
SMP(원/kWh)	115.5	122.7	116.9	95.6	107.0	103.3	108.7	102.4	127.8	112.7	105.4	104.3
석탄 발전단가(원/kWh)	79.1	74.7	66.3	68.4	70.7	68.6	68.8	68.1	77.0	72.1	69.0	68.5
LNG 발전단가(원/kWh)	208.3	190.4	170.3	173.8	177.0	173.3	178.7	172.4	194.0	185.7	175.4	174.3
원전이용률(%)	92.4	82.4	75.7	73.5	82.0	86.0	86.0	86.0	83.8	80.9	85.1	87.0
석탄이용률(%)	40.7	37.8	69.1	51.6	45.7	35.8	64.1	46.6	49.4	49.9	48.1	44.8
전력 판매단가(원/kWh)	169.5	165.4	175.6	170.2	169.2	165.1	175.3	169.8	162.8	170.1	169.9	169.9
실적 전망												
연결 매출	24,224.0	21,950.1	27,572.4	23,688.0	23,806.3	21,555.4	27,281.1	23,372.8	93,398.9	97,434.5	96,015.7	96,714.2
매출액증가율(% YoY)	4.0	7.2	5.6	0.7	-1.7	-1.8	-1.1	-1.3	5.9	4.3	-1.5	0.7
매출원가	19,756.9	19,019.5	21,134.0	20,778.9	19,328.5	16,994.4	19,946.6	18,711.4	81,964.2	80,688.5	74,980.9	74,828.6
연료비	5,010.0	4,315.2	5,500.8	4,610.4	4,625.9	3,741.5	5,206.6	4,126.4	22,537.8	19,436.4	17,700.4	16,970.6
구입전력비	8,756.8	8,601.0	9,248.5	7,446.4	8,648.2	6,951.4	8,168.0	6,670.3	34,659.9	34,052.7	30,437.8	30,297.0
감가상각비	3,453.6	3,378.6	3,604.1	3,450.0	3,467.2	3,522.2	3,516.1	3,537.2	13,677.3	13,670.0	14,042.8	14,504.9
인건비	1,357.9	1,495.0	1,371.8	1,813.4	1,385.0	1,524.9	1,451.8	1,849.7	5,870.6	6,089.6	6,211.4	6,335.6
수선비 및 기타	1,178.6	1,229.8	1,408.8	3,458.7	1,202.2	1,254.4	1,604.1	2,527.9	5,218.5	7,439.8	6,588.6	6,720.3
매출총이익	4,467.0	2,930.6	6,438.4	2,909.1	4,477.8	4,561.1	7,334.5	4,661.4	11,434.7	16,746.0	21,034.8	21,885.7
매출총이익률(%)	18.4	13.4	23.4	12.3	18.8	21.2	26.9	19.9	12.2	17.2	21.9	22.6
판관비	713.4	794.7	786.5	925.7	736.9	817.6	810.4	938.0	3,070.0	3,221.2	3,302.9	3,425.1
판관비율(%)	2.9	3.6	2.9	3.9	3.1	3.8	3.0	4.0	3.3	3.3	3.4	3.5
영업이익	3,753.6	2,135.9	5,651.9	1,983.4	3,740.9	3,743.4	6,524.1	3,723.4	8,364.7	13,524.8	17,731.9	18,460.5
영업이익 성장률(%YoY)	188.9	70.8	66.4	-18.0	-0.3	75.3	15.4	87.7	흑전	61.7	31.1	4.1
영업이익률(%)	15.5	9.7	20.5	8.4	15.7	17.4	23.9	15.9	9.0	13.9	18.5	19.1
금융손익	-818.4	-677.7	306.2	-670.0	-881.0	-869.4	-830.4	-818.7	-4,087.1	-3,000.3	-3,399.4	-3,201.4
기타손익	171.5	38.8	293.7	3.4	21.0	47.7	-15.8	-5.3	96.6	507.4	47.7	13.2
종속,관계기업 관련 손익	125.1	168.3	237.7	168.4	127.6	171.6	242.5	171.8	882.3	699.5	713.5	727.8
세전이익	3,231.9	1,665.2	5,349.1	1,485.2	3,008.6	3,093.4	5,920.4	3,071.3	5,256.5	11,731.4	15,093.6	16,000.1
연결 당기순이익	2,361.7	1,176.4	3,790.0	1,409.1	2,181.2	2,242.7	4,292.3	2,226.7	3,622.0	8,737.2	10,942.9	11,600.1
당기순이익률(%)	9.7	5.4	13.7	5.9	9.2	10.4	15.7	9.5	3.9	9.0	11.4	12.0
순이익성장률(% YoY)	296.3	928.1	101.6	36.5	-7.6	90.6	13.3	58.0	흑전	141.2	25.2	6.0
지배주주 순이익	2,328.2	1,136.7	3,755.6	1,396.4	2,159.4	2,220.3	4,249.4	2,204.4	3,491.7	8,617.0	10,833.5	11,484.1

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	93,398.9	97,434.5	96,015.7	96,714.2	97,417.8
매출액증가율(%)	5.9	4.3	-1.5	0.7	0.7
매출원가	81,964.2	80,688.5	74,981.0	74,828.6	75,372.9
매출총이익	11,434.7	16,746.0	21,034.8	21,885.7	22,044.9
판매관리비	3,070.0	3,221.2	3,302.9	3,425.1	3,824.1
영업이익	8,364.7	13,524.8	17,731.9	18,460.5	18,220.8
영업이익률(%)	9.0	13.9	18.5	19.1	18.7
금융손익	-4,087.1	-3,006.1	-3,399.4	-3,201.4	-2,154.0
중속/관계기업손익	882.3	705.4	713.5	727.8	0.0
기타영업외손익	96.6	507.4	47.7	13.2	0.0
세전계속사업이익	5,256.5	11,731.5	15,093.6	16,000.1	16,066.8
법인세비용	1,634.6	2,994.2	4,150.8	4,400.0	4,312.5
당기순이익	3,622.0	8,737.2	10,942.9	11,600.1	11,754.3
지배주주지분 순이익	3,491.7	8,617.0	10,833.5	11,484.1	11,636.8

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
유동자산	29,255.2	26,872.9	33,389.6	35,330.2	53,047.3
현금및현금성자산	2,383.0	4,267.2	10,679.8	13,433.7	30,993.9
매출채권	11,099.2	9,443.6	9,317.9	9,378.3	9,446.6
재고자산	9,769.2	8,490.0	8,377.1	8,431.4	8,492.7
비유동자산	217,552.6	220,919.5	224,261.5	229,619.8	193,730.2
유형자산	182,982.8	186,341.3	189,749.4	194,864.5	159,028.4
무형자산	1,146.1	1,090.7	1,223.3	1,370.9	1,209.7
투자자산	16,232.1	16,480.4	16,281.8	16,377.2	16,485.1
자산총계	246,807.8	247,792.3	257,651.1	264,950.0	246,777.6
유동부채	63,968.8	62,395.1	60,948.6	58,432.6	29,654.8
매입채무	4,494.5	3,278.0	3,234.4	3,255.3	3,279.0
단기차입금	9,122.8	10,949.4	12,386.4	12,302.4	12,302.4
유동성장기부채	35,319.2	34,098.7	31,446.1	28,903.1	0.0
비유동부채	141,476.2	136,236.8	137,587.8	136,971.1	137,394.9
사채	84,972.7	77,432.0	76,397.0	72,257.0	72,257.0
장기차입금	3,118.8	3,264.8	3,397.4	3,535.3	3,535.3
부채총계	205,445.0	198,631.9	198,536.4	195,403.6	167,049.6
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,444.6	2,449.4	2,449.4	2,449.4	2,449.4
기타포괄이익누계액	1,424.0	1,078.4	1,078.4	1,078.4	1,078.4
이익잉여금	20,128.3	28,503.7	38,348.6	48,664.3	58,728.2
비지배주주지분	1,447.6	1,210.5	1,319.9	1,435.9	1,553.5
자본총계	41,362.8	49,160.5	59,114.7	69,546.4	79,727.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	15,876.1	23,652.0	27,677.0	29,884.3	48,149.7
당기순이익(손실)	3,622.0	8,737.2	10,942.9	11,600.1	11,754.3
유형자산상각비	13,833.8	13,853.7	14,296.2	14,766.7	35,836.2
무형자산상각비	163.6	150.2	137.0	155.1	161.3
운전자본의 증감	-3,790.5	-1,147.9	2,301.0	3,362.5	398.0
투자활동 현금흐름	-14,093.1	-15,671.8	-18,149.4	-19,337.0	-118.2
유형자산의증가(CAPEX)	-14,216.0	-15,832.4	-17,704.2	-19,881.8	0.0
투자자산의감소(증가)	-3,023.2	-276.8	198.6	-95.5	-107.9
재무활동 현금흐름	-3,849.3	-6,160.2	-3,115.1	-7,793.4	-30,471.4
차입금의 증감	-1,374.3	-7,218.5	-2,126.5	-6,625.0	-28,898.6
자본의 증가	0.0	4.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,959.9	1,884.2	6,412.6	2,753.9	17,560.1
기초현금	4,342.9	2,383.0	4,267.2	10,679.8	13,433.7
기말현금	2,383.0	4,267.2	10,679.8	13,433.7	30,993.9

Key Financial Data

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	145,489	151,776	149,566	150,654	151,750
EPS(지배주주)	5,439	13,423	16,876	17,889	18,127
CFPS	38,559	47,185	51,285	53,153	84,457
EBITDAPS	34,834	42,882	50,104	52,000	84,457
BPS	62,177	74,693	90,028	106,097	121,774
DPS	213	1,540	1,820	2,450	2,450
배당수익률(%)	1.1	3.3	2.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	3.7	3.5	3.8	3.5	3.5
PCR	0.5	1.0	1.2	1.2	0.7
PSR	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.3	0.6	0.7	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	22,362.1	27,528.7	32,165.1	33,382.3	54,218.2
EV/EBITDA	6.5	5.6	4.8	4.4	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	19.6	20.5	18.2	15.9
EBITDA 이익률	23.9	28.3	33.5	34.5	55.7
부채비율	496.7	404.0	335.8	281.0	209.5
금융비용부담률	5.0	4.4	4.1	4.1	3.5
이자보상배율(x)	1.8	3.1	4.5	4.7	5.4
매출채권회전율(x)	8.4	9.5	10.2	10.3	10.3
재고자산회전율(x)	10.0	10.7	11.4	11.5	11.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 하시기 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 증가대비 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	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.02.25	기업브리프	Buy	31,000	문경원	-28.0	-19.8	
2024.05.12	기업브리프	Buy	27,000	문경원	-24.7	-14.4	
2024.11.01	산업분석	Buy	30,000	문경원	-25.6	-10.2	
2025.05.14	기업브리프	Buy	35,000	문경원	-16.2	-9.4	
2025.06.05	산업분석	Buy	41,000	문경원	-22.1	-1.0	
2025.07.03	산업브리프	Buy	47,000	문경원	-19.3	-10.6	
2025.08.13	기업브리프	Buy	55,000	문경원	-31.6	-20.3	
2025.10.22	기업브리프	Buy	57,000	문경원	-22.9	-19.1	
2025.11.07	산업분석	Buy	62,000	문경원	-18.9	5.5	
2026.01.21	산업브리프	Buy	74,000	문경원	-	-	