

2025. 4. 8



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 30,000 원**현재주가 (4.7)** 22,450 원**상승여력** 33.6%

KOSPI 2,328.20pt

시가총액 144,121억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 45.66%

외국인비중 16.32%

52주 최고/최저가 24,400원/18,400원

평균거래대금 314.9억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

국민연금공단 6.88

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.9 12.4 3.9

상대주가 11.1 26.0 21.2

주가그래프

한국전력 015760

1Q25 Preview: 하영 벌어수다

- ✓ 1Q25 연결 영업이익은 4.16조원을 기록하며 컨센서스(3.68조원)를 상회할 전망
- ✓ SMP 하락, 판매단가 상승으로 인한 스프레드 개선, 원전 발전량 상승이 요인
- ✓ 역대급 이익 개선 대비 요금 인하 우려는 제한적
- ✓ 규제 리스크 부각될 수 있는 시기지만, 그보다는 방어주로서의 가치에 주목
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 30,000원을 유지한다

판매량 감소에도 불구하고 역대급 이익 기록할 1분기

1Q25 연결 영업이익은 4.16조원(+220% YoY)을 기록하며 컨센서스(3.68조원)를 상회할 전망이다. 1분기만 따지면 역대 최고 이익이다(모든 분기를 합치면 3Q16 4.4조원이 역대 최고 이익). 1)SMP 하락(-11.6% YoY), 판매단가 상승(+5.0% YoY)으로 인한 스프레드 개선, 2)예상을 뛰어넘는 원전 발전량(+9.4% YoY)이 주요 원인으로 추정된다. 갑작스러운 정산단가 상승과 1월 산업용 판매량 감소(-4.9%)가 우려스럽지만, 아직 연결 영업이익에 큰 변수는 되지 않는다. 다만 1Q25 별도 손익 개선은 연결 손익 개선 대비 더딜 수 있다.

최근 급락한 유가로 2026년 증익 가능성 상승

4월 들어 급락한 유가는 약 6개월 시차를 두고 4Q25부터 손익에 영향을 미친다. 현 유가와 요금이 유지될 시 2026년 증익이 유력하다. 당사 계산에 따르면 유가 1달러 하락 시 영업이익은 약 3~4,000억원 개선된다. 큰 폭의 이익 개선 대비 요금 인하 우려는 제한적이다. 2024년 말 연결 기준 131조원의 순차입금과 2027년 말까지 줄어들 한전채 발행 한도가 초과 이익에 대한 명분을 제공하기 때문이다. 정부 입장에서는 대규모 한전채 차환으로 인한 구축 효과도 고려해야 한다.

내우(内憂)는 몰라도 외환(外患)은 걱정 없다. 지금은 최고의 주식일 수도

규제 리스크(요금 인하 or 발전 믹스 변화)가 투심을 악화시킬 수 있는 시기다. 그러나 실질적으로 펀더멘털에 영향을 줄 가능성은 제한적이다. 그보다는 방어주로서의 가치에 주목한다. 최근 글로벌 경기둔화 우려는 2025년, 2026년 배당 가치가 선반영될 수 있는 계기다. 투자 의견 Buy, 적정주가 30,000원을 유지한다.

(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	96,108.2	12,502.9	7,496.0	11,677	109.0	73,640	1.9	0.3	5.2	17.2	418.8
2026E	96,725.9	17,073.7	10,460.5	16,295	39.5	88,535	1.4	0.3	4.1	20.1	350.6
2027E	97,473.1	18,940.4	12,510.0	19,487	19.6	105,022	1.2	0.2	3.5	20.1	291.3

표1 1Q25E Preview 테이블

(십억원)	1Q25E	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	24,350.5	23,292.7	4.5	23,529.1	3.5	24,721.5	-1.5	24,827.3	-1.9
영업이익	4,164.4	1,299.3	220.5	2,419.1	72.1	3,820.0	9.0	3,681.4	13.1
세전이익	3,776.7	737.8	411.9	1,193.1	216.5	3,549.7	6.4	2,932.0	28.8
순이익	3,021.4	595.9	407.0	1,032.0	192.8	2,839.7	6.4	2,084.2	45.0
영업이익률(%)	17.1	5.6		10.3		15.5		14.8	
세전이익률(%)	15.5	3.2		5.1		14.4		11.8	
순이익률(%)	12.4	2.6		4.4		11.5		8.4	

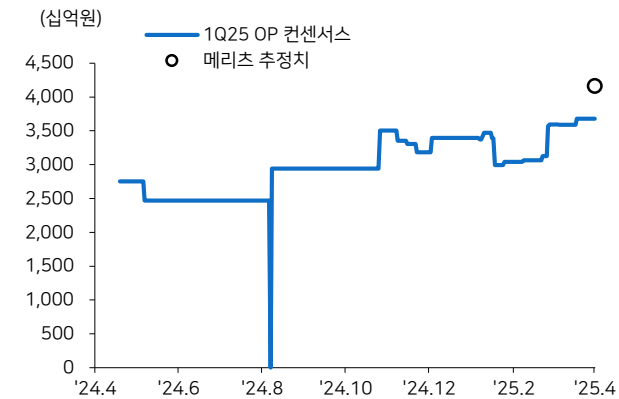
자료: Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	96,108.2	93,398.9	2.9	98,971.3	-2.9	98,254.9	-2.2
영업이익	12,502.9	8,364.7	49.5	12,383.8	1.0	13,503.3	-7.4
세전이익	9,464.6	5,256.5	80.1	9,690.4	-2.3	9,965.5	-5.0
지배주주 순이익	7,496.0	3,491.7	114.7	7,752.3	-3.3	7,163.4	4.6
영업이익률(%)	13.0	9.0		12.5		13.7	
세전이익률(%)	9.8	5.6		9.8		10.1	
순이익률(%)	7.8	3.7		7.8		7.3	

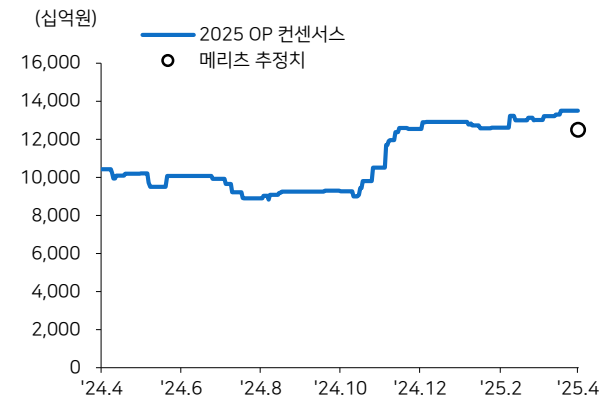
자료: Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 영업이익, 컨센서스 +13.1% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -7.4% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	81.3	85.3	78.3	73.6	76.9	70.0	70.0	70.0	82.1	79.6	71.7	70.0
원/달러 환율	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,396.3	1,452.8	1,436.7	1,410.0	1,390.0	1,305.7	1,363.4	1,422.4	1,372.5
SMP(원/kWh)	130.7	126.1	139.1	115.4	115.5	124.7	131.4	114.7	166.4	127.8	121.6	112.1
석탄 발전단가(원/kWh)	80.0	76.1	74.7	77.3	79.2	80.7	81.7	74.8	92.5	77.0	79.1	73.5
LNG 발전단가(원/kWh)	206.7	183.8	184.5	201.2	175.5	184.7	191.4	174.7	215.9	194.0	181.6	172.1
원전이용률(%)	85.0	80.4	83.2	86.8	88.0	84.0	84.0	84.0	84.3	83.8	85.0	84.0
석탄이용률(%)	52.2	41.6	60.0	43.7	51.2	41.6	59.0	42.7	52.9	49.4	48.6	48.6
전력 판매단가(원/kWh)	160.9	155.7	167.1	167.4	169.0	164.3	174.7	169.2	152.7	162.8	169.3	169.3
실적 전망												
연결 매출	23,292.7	20,473.7	26,103.4	23,529.1	24,350.5	21,291.8	26,918.8	23,547.1	88,219.5	93,398.9	96,108.2	96,725.9
매출액증가율(% YoY)	7.9	4.3	6.7	4.4	4.5	4.0	3.1	0.1	23.8	5.9	2.9	0.6
매출원가	21,303.2	18,460.8	21,951.1	20,249.1	19,460.7	18,559.9	22,108.6	20,256.9	89,699.5	81,964.2	80,386.2	76,350.4
연료비	6,160.1	4,756.3	6,724.7	4,896.7	5,334.1	4,729.5	6,958.8	4,609.6	26,978.3	22,537.8	21,631.9	20,223.4
구입전력비	9,202.9	7,969.7	9,646.7	7,840.6	8,193.2	8,025.8	9,619.0	7,935.7	38,304.3	34,659.9	33,773.6	30,886.9
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	1,144.2	965.8	757.8	2,486.0	6,375.5	5,218.5	5,353.7	5,460.8
매출총이익	1,989.6	2,012.9	4,152.2	3,280.0	4,889.8	2,731.9	4,810.2	3,290.1	-1,480.1	11,434.7	15,722.0	20,375.5
매출총이익률(%)	8.5	9.8	15.9	13.9	20.1	12.8	17.9	14.0	-1.7	12.2	16.4	21.1
판관비	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
판관비율(%)	3.0	3.7	2.9	3.7	3.0	3.7	2.9	3.9	3.5	3.3	3.3	3.4
영업이익	1,299.3	1,250.3	3,396.1	2,419.1	4,164.4	1,950.4	4,023.7	2,364.5	-4,541.6	8,364.7	12,502.9	17,073.7
영업이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	70.1	26.5	220.5	56.0	18.5	-2.3	적축	흑전	49.5	36.6
영업이익률(%)	5.6	6.1	13.0	10.3	17.1	9.2	14.9	10.0	-5.1	9.0	13.0	17.7
금융손익	-1,014.0	-1,055.9	-799.4	-1,217.7	-725.8	-1,151.2	-1,065.5	-1,012.5	-3,922.0	-4,087.1	-3,955.0	-3,450.7
기타손익	47.9	59.2	127.8	-138.3	-74.4	23.0	38.0	30.3	296.6	96.6	16.8	33.0
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	3,776.7	919.6	3,253.3	1,515.0	-7,554.0	5,256.5	9,464.6	14,574.1
연결 당기순이익	595.9	114.4	1,879.6	1,032.0	3,021.4	735.7	2,602.7	1,212.0	-4,716.1	3,622.0	7,571.7	10,566.2
당기순이익률(%)	2.6	0.6	7.2	4.4	12.4	3.5	9.7	5.1	-5.3	3.9	7.9	10.9
순이익성장률(% YoY)	흑전	흑전	125.6	-18.5	407.0	543.0	38.5	17.4	적축	흑전	109.0	39.5
지배주주 순이익	561.5	65.1	1,849.3	1,015.8	2,991.2	728.3	2,576.6	1,199.9	-4,822.5	3,491.7	7,496.0	10,460.5

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	88,219.5	93,398.9	96,108.2	96,725.9	97,473.1
매출액증가율(%)	23.8	5.9	2.9	0.6	0.8
매출원가	89,699.5	81,964.2	80,386.2	76,350.4	75,109.3
매출총이익	-1,480.1	11,434.7	15,722.0	20,375.5	22,363.9
판매관리비	3,061.6	3,070.0	3,219.1	3,301.8	3,423.5
영업이익	-4,541.7	8,364.7	12,502.9	17,073.7	18,940.4
영업이익률(%)	-5.1	9.0	13.0	17.7	19.4
금융손익	-3,922.0	-4,087.1	-3,955.0	-3,450.7	-2,450.7
종속/관계기업손익	613.0	882.3	900.0	918.0	936.3
기타영업외손익	296.6	96.6	16.8	33.0	3.5
세전계속사업이익	-7,554.0	5,256.5	9,464.6	14,574.1	17,429.5
법인세비용	-2,837.8	1,634.6	1,892.9	4,007.9	4,793.1
당기순이익	-4,716.1	3,622.0	7,571.7	10,566.2	12,636.4
지배주주지분 순이익	-4,822.6	3,491.7	7,496.0	10,460.5	12,510.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	29,536.2	29,255.2	35,276.3	45,064.4	51,714.6
현금및현금성자산	4,342.9	2,383.0	11,649.2	19,329.2	26,050.8
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	253,141.1	263,432.7	270,680.6
유동부채	61,248.4	63,968.8	61,683.8	60,624.5	58,253.7
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	204,343.3	204,967.4	201,504.8
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	27,487.5	37,049.3	47,633.4
비지배주주지분	1,419.7	1,447.6	1,523.3	1,629.0	1,755.3
자본총계	37,264.8	41,362.8	48,797.8	58,465.2	69,175.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,522.2	15,876.1	21,690.8	27,161.1	29,598.9
당기순이익(손실)	-4,716.1	3,622.0	7,571.7	10,566.2	12,636.4
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	103.6	2,544.4	2,869.5
투자활동 현금흐름	-13,073.8	-14,093.1	-11,064.8	-16,507.7	-14,467.4
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	-2,973.4	-8,409.8
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	9,266.3	7,680.0	6,721.6
기초현금	3,234.8	4,342.9	2,383.0	11,649.2	19,329.2
기말현금	4,342.9	2,383.0	11,649.2	19,329.2	26,050.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	137,421	145,489	149,710	150,672	151,836
EPS(지배주주)	-7,512	5,439	11,677	16,295	19,487
CFPS	17,323	38,559	42,735	49,823	53,003
EBITDAPS	13,226	34,834	41,373	48,555	51,539
BPS	55,837	62,177	73,640	88,535	105,022
DPS	0	213	1,400	3,000	3,000
배당수익률(%)	0.0	1.1	6.2	13.4	13.4
Valuation(Multiple)					
PER	-2.5	3.7	1.9	1.4	1.2
PCR	1.1	0.5	0.5	0.5	0.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EBITDA(십억원)	8,490.6	22,362.1	26,560.2	31,170.3	33,086.1
EV/EBITDA	17.0	6.5	5.2	4.1	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.6	9.2	17.2	20.1	20.1
EBITDA 이익률	9.6	23.9	27.6	32.2	33.9
부채비율	543.3	496.7	418.8	350.6	291.3
금융비용부담률	5.0	5.0	4.9	4.4	3.9
이자보상배율(x)	-1.0	1.8	2.7	4.0	5.0
매출채권회전율(x)	8.6	8.4	8.7	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 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 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.02.27	기업브리프	Buy	28,000	문경원	-33.2	-15.9	
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	-	-	