한국전력 (015760)

COMPANY REPORT | Earnings Review | 유틸리티 | 2025.11.14

실적 방향성 우수, 기본 밸류 저평가 + 원전 잠재력

3Q25 연결영업이익 5.65조원으로서 당사 및 컨센서스 전망치 초과

3Q25 연결영업실적은 매출 275,724억원(yoy +6%), 영업이익 56,519억원(yoy +66%)으로서 전년동기 대비 매출은 견조하게 증가하고 영업이익은 폭발적으로 증가하는 등 대호조세를 시현하며 당사 및 컨센서스 전망치 대폭 초과하는 Surprise

영업이익 흑자전환 후 이익 규모 지속 증가 추이. 즉, 실적 방향성 우수

턴어라운드 후 실적 방향성 우수. 원재료 가격 급등으로 2Q21-2Q23 9개 분기 영업적자 지속 후 몇 차례 요금인상, 원재료 가격 안정화, 발전 Mix 개선 등으로 10개 분기 만인 3Q23부터 영업손익 흑자구조 회복. 에너지 가격 안정화, 발전 Mix 개선 추이 지속으로 영업이익 증가 추이 지속. 분기별 영업이익은 3Q23 1.9조원 수준으로 흑자전환한 후 3Q24까지는 1, 2, 4분기 1조원대, 전력성수기인 3분기 3조원대 수준으로 회복되었으며, 24.10.24 산업용 요금 평균 9.7% 인상으로 4Q24 이후는 1, 2, 4분기 2-4조원대(2조원 후반대 무난, 4조원 이상도 가능), 성수기인 3분기 5-6조원대(5조원대 무난, 6조원 이상도 가능)로 더욱 증가

요금 인상 없더라도 27년말까지 21-23년 누적영업적자 해소 가능

올해는 전기/가스 요금 모두 민생경제 부진 등으로 동결. 투자의 관점에서는 내년에도 요금 동결 가능성 감안 필요. 동사는 에너지 원재료 가격 안정화 지속(두바이유 60$/bbl 중반대. 내년 50$대 전망까지)으로 요금 인상 없이 현행 요금체계에서도 한전채 발행한도 한시적 확대 규정 일몰하는 27년말까지 21-23년 누적영업적자 해소 가능

TP 상향. 원전은 해외시장 중심 잠재력 부각. 단기 테마로만 봐서는 안됨

투자의견 Buy 유지, 목표주가 55,000원에서 65,000원으로 18% 상향. 목표주가 상향은 2026년 이후 BPS 전망치 상향과 ROE 전망치에 상향에 따른 적용 PBR 전망치 상향에 따른 것. 동사는 현행 실적구조 대비 Basic Valuation은 Global Peer 대비 과도한 할인 상황. 에너지 원재료 가격 안정화 지속, 발전 Mix 개선 지속으로 추가 요금인상 없이도 2027년까지 누적영업적자 해소 가능한 막강한 손익구조가 구축되었다는 점은 Valuation 할인 해소 요인으로 충분

원전은 국내시장의 경우 안정적인 영업기반 구축으로서의 의미. 11차 전기본에서 대형 2기, SMR 1기 계획을 밝힌 바 있으나 진보정부 정책기조 감안 시 대형 2기는 추진 가능성 낮은 상황. SMR은 한국원자력연구원, 한국수력원자력, 한전기술 등 한국전력 계열 3사가 정부 과제인 혁신형 SMR 개발을 주도하고 있는 등 잠재력 큼. 진보정부 원전 정책에 대한 우려도 기우. 진보정부 원전 정책이 친원전은 아니나 탈원전도 아니므로 국내 원전은 애초 기대감이 낮았던 신규 대형 원전에 대한 보수적 눈높이를 확인한 정도일 뿐 가동원전 26기(현재 18기 운영, 8기 정비 중), 가동 예정 2기(새울 3·4호기. 각각 1Q26, 4Q26 상업가동 예정), 건설 중 2기(신한울 3·4호기. 각각 2032년말, 2033년말 상업가동 목표) 등을 바탕으로 한 안정적 영업환경은 변함 없음

원전 모멘텀의 핵심시장은 해외시장. 해외 원전의 경우 중기적으로는 유럽/중동 등 핵심지역 원전 확대 지속으로 Team Korea 수주가 유력한 다수의 대형 원전 PJT 대기 중(체코 테믈린 1·2호기, UAE BNPP 5·6호기, 사우디 두웨이힌 1·2호기 + 폴란드 퐁트누프 2단계 2-4호기 재개 가능성 등). 장기적으로는 미국의 대형 원전 산업 재건 계획이 Team Korea의 강력한 성장엔진이 될 것으로 기대. 참고로 트럼프 정부는 2025.5.23 원전 관련 행정명령 서명 통해 2030년까지 대형 원전 10기 착공 계획, 현재 100GW인 원전 발전용량을 2050년까지 400GW로 4배 확대 계획 등 발표. 미국 대형 원전산업 재건의 경우 Team Korea의 참여 없이는 어려울 것으로 예상하며 웨스팅하우스의 노후화된 원자로 노형 외 Team Korea의 APR 1400 노형 또는 장기적으로는 지적재산권 문제에서 자유로운 독자 노형 ARP+를 통해 진출할 수 있을 것으로 예상

Analyst 성종화
jhsung@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	65,000 원
현재주가	49,250 원
상승여력	32.0 %

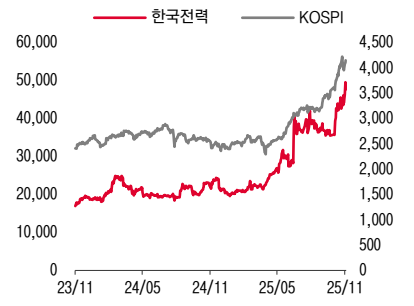
컨센서스 대비 (3Q25P 영업이익 기준)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (11/13)		4,170.63 pt
시가총액		316,167 억원
발행주식수		641,964 천주
52 주 최고가/최저가		49,550 / 19,560 원
90 일 일평균거래대금		1,472.97 억원
외국인 지분율		22.4%
배당수익률(25.12E)		2.9%
BPS(25.12E)		77,331 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	21.6%
	6 개월	31.4%
	12 개월	49.3%
주주구성	한국산업은행	32.9%
	대한민국정부	18.2%
	국민연금공단	7.9%

Stock Price



3Q25 영업실적 Review

표1 한국전력 3Q25 영업실적 Review

(십억원, %)	3Q24	2Q25	3Q25E	3Q25P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	**26,103**	**21,950**	**28,101**	**27,572**	**5.6**	**25.6**	**-1.9**
전기판매수익(연결기준)	25,022	20,946	26,941	26,474	5.8	26.4	-1.7
전기판매수익(검침기준)	25,042	21,058	26,962	26,599	6.2	26.3	-1.3
산업용	12,391	12,164	13,418	13,612	9.8	11.9	1.4
일반용	6,965	5,013	7,329	7,113	2.1	41.9	-2.9
주택용	4,612	2,894	5,048	4,748	3.0	64.0	-5.9
기타	1,074	987	1,167	1,126	4.9	14.1	-3.5
연결/기타 조정	-19	-111	-21	-125			
기타	1,081	1,004	1,160	1,098	1.6	9.4	-5.3
영업비용	**22,707**	**19,814**	**23,319**	**21,920**	**-3.5**	**10.6**	**-6.0**
매출 대비 비중(%)	87.0	90.3	83.0	79.5	7.5%P ↓	10.8%P ↓	3.5%P ↓
연료비	6,725	4,315	6,649	5,501	-18.2	27.5	-17.3
석탄	3,249	1,993	3,204	3,321	2.2	66.6	3.6
LNG/유류	2,723	1,739	2,780	1,597	-41.4	-8.2	-42.6
원자력/기타	753	583	664	583	-22.5	0.1	-12.2
전력구입비	9,647	8,601	9,876	9,249	-4.1	7.5	-6.4
유무형자산상각비	3,595	3,459	3,570	3,560	-1.0	2.9	-0.3
기타	2,741	3,439	3,224	3,611	31.7	5.0	12.0
영업이익	**3,396**	**2,136**	**4,782**	**5,652**	**66.4**	**164.6**	**18.2**
영업이익률(%)	13.0	9.7	17.0	20.5	7.5%P ↑	10.8%P ↑	3.5%P ↑

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 3Q25E는 당사 종전 전망치. 3Q25P는 회사측 발표 가결산 실적

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표2 한국전력 3Q25 실적 비교 (사측 발표치 vs 당사 종전 전망치, 시장 컨센서스 전망치)

(십억원, %)	3Q25E(당사 종전)	3Q25E(컨센서스)	3Q25P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	28,101	27,165	27,572	-1.9	1.5
영업이익	4,782	5,019	5,652	18.2	12.6
영업이익률(%)	17.0	18.5	20.5	3.5%P ↑	2.0%P ↑

주: K-IFRS 연결기준

자료: 에프엔가이드, 한국전력, LS증권 리서치센터

실적 전망

표3 한국전력 실적 전망 (분기)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**23,293**	**20,474**	**26,103**	**23,529**	**24,224**	**21,950**	**27,572**	**24,430**	**25,015**	**22,778**	**28,544**	**25,189**
전기판매(연결)	22,165	19,541	25,022	22,162	23,211	20,946	26,474	23,160	23,939	21,711	27,384	23,852
전기판매(검침)	22,800	19,738	25,042	21,999	23,903	21,058	26,599	22,885	24,649	21,826	27,513	23,571
산업용	12,080	11,138	12,391	12,524	12,795	12,164	13,612	13,041	13,143	12,549	14,113	13,320
일반용	6,099	4,907	6,965	5,349	6,303	5,013	7,113	5,503	6,486	5,190	7,309	5,706
주택용	3,220	2,757	4,612	3,061	3,341	2,894	4,748	3,216	3,483	3,046	4,909	3,366
기타	1,401	936	1,074	1,065	1,464	987	1,126	1,125	1,537	1,041	1,182	1,179
연결/기타 조정	-635	-198	-19	163	-692	-111	-125	275	-710	-115	-129	281
기타	1,128	933	1,081	1,367	1,013	1,004	1,098	1,270	1,076	1,067	1,160	1,336
영업비용	**21,993**	**19,223**	**22,707**	**21,110**	**20,470**	**19,814**	**21,920**	**20,718**	**20,679**	**19,887**	**22,394**	**21,946**
매출 대비 비중(%)	94.4	93.9	87.0	89.7	84.5	90.3	79.5	84.8	82.7	87.3	78.5	87.1
연료비	6,160	4,756	6,725	4,897	5,010	4,315	5,501	4,392	4,724	4,058	5,608	4,424
석탄	2,959	2,266	3,249	2,448	2,284	1,993	3,321	2,139	2,036	1,847	2,623	2,019
LNG/유류	2,423	1,849	2,723	1,904	2,083	1,739	1,597	1,546	1,901	1,512	2,180	1,556
원자력/기타	779	642	753	545	642	583	583	708	787	699	805	849
전력구입비	9,203	7,970	9,647	7,841	8,757	8,601	9,249	7,886	8,599	8,321	9,279	8,909
유무형자산상각비	3,552	3,470	3,595	3,376	3,532	3,459	3,560	3,375	3,618	3,549	3,645	3,481
기타	3,079	3,028	2,741	4,996	3,171	3,439	3,611	5,064	3,737	3,960	3,861	5,132
영업이익	**1,299**	**1,250**	**3,396**	**2,419**	**3,754**	**2,136**	**5,652**	**3,712**	**4,336**	**2,890**	**6,150**	**3,242**
영업이익률(%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	9.7	20.5	15.2	17.3	12.7	21.5	12.9
EBITDA	**4,851**	**4,720**	**6,991**	**5,796**	**7,286**	**5,595**	**9,212**	**7,087**	**7,954**	**6,440**	**9,795**	**6,723**
EBITDA Margin(%)	20.8	23.1	26.8	24.6	30.1	25.5	33.4	29.0	31.8	28.3	34.3	26.7
세전이익	**738**	**349**	**2,977**	**1,193**	**3,232**	**1,665**	**5,349**	**2,652**	**3,578**	**2,229**	**5,729**	**2,157**
세전이익률(%)	3.2	1.7	11.4	5.1	13.3	7.6	19.4	10.9	14.3	9.8	20.1	8.6
지배주주순이익	**561**	**65**	**1,849**	**1,016**	**2,328**	**1,137**	**3,756**	**1,896**	**2,575**	**1,519**	**4,031**	**1,542**
순이익률(%)	2.4	0.3	7.1	4.3	9.6	5.2	13.6	7.8	10.3	6.7	14.1	6.1
qoq(%)												
매출액	3.4	-12.1	27.5	-9.9	3.0	-9.4	25.6	-11.4	2.4	-8.9	25.3	-11.8
영업이익	-32.0	-3.8	171.6	-28.8	55.2	-43.1	164.6	-34.3	16.8	-33.3	112.8	-47.3
세전이익	-26.9	-52.7	752.8	-59.9	170.9	-48.5	221.2	-50.4	34.9	-37.7	157.0	-62.3
지배주주순이익	-54.5	-88.4	2,741.3	-45.1	129.2	-51.2	230.4	-49.5	35.8	-41.0	165.4	-61.7
yoy(%)												
매출액	7.9	4.3	6.7	4.4	4.0	7.2	5.6	3.8	3.3	3.8	3.5	3.1
영업이익	흑전	흑전	70.1	26.5	188.9	70.8	66.4	53.4	15.5	35.3	8.8	-12.6
세전이익	흑전	흑전	138.6	18.3	338.1	377.1	79.7	122.3	10.7	33.9	7.1	-18.7
지배주주순이익	흑전	흑전	132.9	-17.6	314.7	1,646.5	103.1	86.7	10.6	33.6	7.3	-18.7
종전 대비(%)												
매출액							-1.9	0.3	0.6	0.6	-2.0	0.2
영업이익							18.2	58.6	38.0	31.9	16.5	25.5
세전이익							21.2	93.8	49.0	40.9	15.3	34.8
지배주주순이익							18.2	89.5	48.6	40.9	12.7	31.9

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표4 한국전력 전기판매수익 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
전기판매(연결) ①+②	**22,165**	**19,541**	**25,022**	**22,162**	**23,211**	**20,946**	**26,474**	**23,160**	**23,939**	**21,711**	**27,384**	**23,852**
yoy(%)	9.4	6.4	8.0	4.7	4.7	7.2	5.8	4.5	3.1	3.6	3.4	3.0
매출 대비(%)	95.2	95.4	95.9	94.2	95.8	95.4	96.0	94.8	95.7	95.3	95.9	94.7
전기판매(검침) ①	**22,800**	**19,738**	**25,042**	**21,999**	**23,903**	**21,058**	**26,599**	**22,885**	**24,649**	**21,826**	**27,513**	**23,571**
yoy(%)	8.7	7.1	7.5	6.2	4.8	6.7	6.2	4.0	3.1	3.6	3.4	3.0
총판매량	141,696	126,787	149,900	131,438	141,018	127,341	151,506	132,487	141,871	128,369	152,416	133,606
yoy(%)	-1.1	0.0	3.3	0.4	-0.5	0.4	1.1	0.8	0.6	0.8	0.6	0.8
평균 판매단가	160.9	155.7	167.1	167.4	169.5	165.4	175.6	172.7	173.7	170.0	180.5	176.4
yoy(%)	9.8	7.0	4.1	5.7	5.3	6.2	5.1	3.2	2.5	2.8	2.8	2.1
산업용	**12,080**	**11,138**	**12,391**	**12,524**	**12,795**	**12,164**	**13,612**	**13,041**	**13,143**	**12,549**	**14,113**	**13,320**
yoy(%)	9.9	7.8	5.2	8.4	5.9	9.2	9.8	4.1	2.7	3.2	3.7	2.1
비중(%)	53.0	56.4	49.5	56.9	53.5	57.8	51.2	57.0	53.3	57.5	51.3	56.5
판매량	72,641	70,086	73,199	70,286	69,994	69,258	73,286	69,794	69,574	68,981	72,846	69,584
yoy	-2.0	-1.5	-1.1	-1.3	-3.6	-1.2	0.1	-0.7	-0.6	-0.4	-0.6	-0.3
총판매량 대비(%)	51.3	55.3	48.8	53.5	49.6	54.4	48.4	52.7	49.0	53.7	47.8	52.1
평균 판매단가	166.3	158.9	169.3	178.2	182.8	175.6	185.7	186.9	188.9	181.9	193.7	191.4
yoy(%)	12.2	9.4	6.4	9.8	9.9	10.5	9.7	4.9	3.3	3.6	4.3	2.4
일반용	**6,099**	**4,907**	**6,965**	**5,349**	**6,303**	**5,013**	**7,113**	**5,503**	**6,486**	**5,190**	**7,309**	**5,706**
yoy(%)	7.1	5.9	5.5	2.1	3.3	2.1	2.1	2.9	2.9	3.5	2.8	3.7
비중(%)	26.8	24.9	27.8	24.3	26.4	23.8	26.7	24.0	26.3	23.8	26.6	24.2
판매량	35,163	29,432	39,033	31,179	36,453	30,137	39,900	32,021	37,110	30,770	40,579	32,725
yoy(%)	0.6	2.7	6.1	2.5	3.7	2.4	2.2	2.7	1.8	2.1	1.7	2.2
총판매량 대비(%)	24.8	23.2	26.0	23.7	25.9	23.7	26.3	24.2	26.2	24.0	26.6	24.5
평균 판매단가	173.5	166.7	178.4	171.6	172.9	166.3	178.3	171.9	174.8	168.7	180.1	174.4
yoy(%)	6.5	3.1	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	1.1	1.4	1.0	1.5
주택용	**3,220**	**2,757**	**4,612**	**3,061**	**3,341**	**2,894**	**4,748**	**3,216**	**3,483**	**3,046**	**4,909**	**3,366**
yoy(%)	9.2	6.2	17.5	7.0	3.8	5.0	3.0	5.1	4.2	5.2	3.4	4.7
비중(%)	14.1	14.0	18.4	13.9	14.0	13.7	17.9	14.1	14.1	14.0	17.8	14.3
판매량	20,718	18,437	27,804	20,030	21,146	18,952	28,343	20,531	21,548	19,426	28,825	20,983
yoy(%)	2.4	1.8	11.5	5.0	2.1	2.8	1.9	2.5	1.9	2.5	1.7	2.2
총판매량 대비(%)	14.6	14.5	18.5	15.2	15.0	14.9	18.7	15.5	15.2	15.1	18.9	15.7
평균 판매단가	155.4	149.5	165.9	152.8	158.0	152.7	167.5	156.6	161.7	156.8	170.3	160.4
yoy(%)	6.7	4.3	5.4	1.8	1.7	2.1	1.0	2.5	2.3	2.7	1.6	2.4
기타	**1,401**	**936**	**1,074**	**1,065**	**1,464**	**987**	**1,126**	**1,125**	**1,537**	**1,041**	**1,182**	**1,179**
yoy(%)	4.4	7.2	8.6	1.0	4.5	5.4	4.9	5.7	5.0	5.5	4.9	4.8
비중(%)	6.1	4.7	4.3	4.8	6.1	4.7	4.2	4.9	6.2	4.8	4.3	5.0
판매량	13,174	8,832	9,864	9,943	13,425	8,994	9,978	10,142	13,640	9,192	10,167	10,314
yoy(%)	-4.9	-0.1	5.3	-2.1	1.9	1.8	1.2	2.0	1.6	2.2	1.9	1.7
총판매량 대비(%)	9.3	7.0	6.6	7.6	9.5	7.1	6.6	7.7	9.6	7.2	6.7	7.7
평균 판매단가	106.3	106.0	108.9	107.1	109.1	109.7	112.8	110.9	112.7	113.3	116.2	114.3
yoy(%)	9.8	7.4	3.1	3.2	2.5	3.5	3.7	3.6	3.3	3.2	3.0	3.1
연결/기타조정 ②	**-635**	**-198**	**-19**	**163**	**-692**	**-111**	**-125**	**275**	**-710**	**-115**	**-129**	**281**
전기판매(검침) 대비(%)	-2.8	-1.0	-0.1	0.7	-2.9	-0.5	-0.5	1.2	-2.9	-0.5	-0.5	1.2

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 판매량 단위는 GWh, 판매단가 단위는 KRW/KWh

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표5 한국전력 발전자회사 발전연료비 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
연료비	**6,160**	**4,756**	**6,725**	**4,897**	**5,010**	**4,315**	**5,501**	**4,392**	**4,724**	**4,058**	**5,608**	**4,424**
yoy(%)	-32.2	-21.4	2.8	-7.7	-18.7	-9.3	-18.2	-10.3	-5.7	-6.0	2.0	0.7
매출 대비(%)	26.4	23.2	25.8	20.8	20.7	19.7	20.0	18.0	18.9	17.8	19.6	17.6
영업비용 대비(%)	28.0	24.7	29.6	23.2	24.5	21.8	25.1	21.2	22.8	20.4	25.0	20.2
한전 계열 총발전량	97,528	89,235	110,615	95,049	95,072	86,133	106,787	93,006	96,029	87,175	107,858	94,167
yoy(%)	-2.3	0.4	4.6	-2.4	-2.5	-3.5	-3.5	-2.1	1.0	1.2	1.0	1.2
총판매량 대비(%)	68.8	70.4	73.8	72.3	67.4	67.6	70.5	70.2	67.7	67.9	70.8	70.5
평균 연료단가	63.2	53.3	60.8	51.5	52.7	50.1	51.5	47.2	49.2	46.5	52.0	47.0
yoy(%)	-30.6	-21.7	-1.7	-5.4	-16.6	-6.0	-15.3	-8.3	-6.6	-7.1	0.9	-0.5
석탄 연료비	**2,959**	**2,266**	**3,249**	**2,448**	**2,284**	**1,993**	**3,321**	**2,139**	**2,036**	**1,847**	**2,623**	**2,019**
yoy(%)	-29.8	-33.7	-8.9	-10.3	-22.8	-12.1	2.2	-12.6	-10.9	-7.3	-21.0	-5.6
연료비 대비(%)	48.0	47.6	48.3	50.0	45.6	46.2	60.4	48.7	43.1	45.5	46.8	45.6
한전 계열 발전량	36,676	29,563	43,162	31,403	28,597	26,895	49,709	29,297	27,080	25,542	37,535	27,497
yoy(%)	-4.9	-11.9	2.1	-13.8	-22.0	-9.0	15.2	-6.7	-5.3	-5.0	-24.5	-6.1
비중(%)	37.6	33.1	39.0	33.0	30.1	31.2	46.5	31.5	28.2	29.3	34.8	29.2
연료단가	80.7	76.7	75.3	78.0	79.9	74.1	66.8	73.0	75.2	72.3	69.9	73.4
yoy(%)	-26.2	-24.7	-10.8	4.0	-1.0	-3.3	-11.3	-6.4	-5.9	-2.4	4.6	0.6
LNG/유류 연료비	**2,423**	**1,849**	**2,723**	**1,904**	**2,083**	**1,739**	**1,597**	**1,546**	**1,901**	**1,512**	**2,180**	**1,556**
yoy(%)	-44.0	-17.2	8.9	-1.9	-14.0	-5.9	-41.4	-18.8	-8.7	-13.1	36.5	0.7
연료비 대비(%)	39.3	38.9	40.5	38.9	41.6	40.3	29.0	35.2	40.2	37.3	38.9	35.2
한전 계열 발전량	11,503	10,241	15,275	9,857	10,556	8,729	9,654	8,929	10,563	8,717	12,296	8,946
yoy(%)	-16.3	0.8	15.8	-3.1	-8.2	-14.8	-36.8	-9.4	0.1	-0.1	27.4	0.2
비중(%)	11.8	11.5	13.8	10.4	11.1	10.1	9.0	9.6	11.0	10.0	11.4	9.5
연료단가	210.6	180.5	178.3	193.1	197.4	199.3	165.4	173.1	180.0	173.4	177.3	173.9
yoy(%)	-33.1	-17.9	-6.0	1.3	-6.3	10.4	-7.2	-10.4	-8.8	-13.0	7.2	0.5
원자력/기타 연료비	**779**	**642**	**753**	**545**	**642**	**583**	**583**	**708**	**787**	**699**	**805**	**849**
yoy(%)	43.7	61.5	58.7	-14.1	-17.5	-9.1	-22.5	29.9	22.6	20.0	38.0	20.0
연료비 대비(%)	12.6	13.5	11.2	11.1	12.8	13.5	10.6	16.1	16.7	17.2	14.4	19.2
한전 계열 발전량	49,349	49,431	52,178	53,789	55,919	50,509	47,424	54,781	58,386	52,915	58,028	57,724
yoy(%)	3.9	9.6	3.8	5.9	13.3	2.2	-9.1	1.8	4.4	4.8	22.4	5.4
비중(%)	50.6	55.4	47.2	56.6	58.8	58.6	44.4	58.9	60.8	60.7	53.8	61.3
연료단가	15.8	13.0	14.4	10.1	11.5	11.5	12.3	12.9	13.5	13.2	13.9	14.7
yoy(%)	38.3	47.4	52.9	-18.9	-27.2	-11.1	-14.7	27.6	17.4	14.5	12.8	13.9

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 발전량 단위는 GWh, 연료단가 단위는 KRW/KWh

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표6 한국전력 민간발전사 전력구입비 전망 Detail (분기)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
전력구입비	**9,203**	**7,970**	**9,647**	**7,841**	**8,757**	**8,601**	**9,249**	**7,886**	**8,599**	**8,321**	**9,279**	**8,909**
yoy(%)	-24.4	-10.6	4.2	-1.5	-4.8	7.9	-4.1	0.6	-1.8	-3.3	0.3	13.0
매출 대비(%)	39.5	38.9	37.0	33.3	36.1	39.2	33.5	32.3	34.4	36.5	32.5	35.4
영업비용 대비(%)	41.8	41.5	42.5	37.1	42.8	43.4	42.2	38.1	41.6	41.8	41.4	40.6
구입량 from 민간발전사	**52,588**	**46,946**	**52,435**	**48,419**	**54,411**	**50,736**	**57,250**	**51,691**	**54,972**	**51,361**	**57,843**	**52,352**
yoy(%)	6.2	-1.0	4.4	2.5	3.5	8.1	9.2	6.8	1.0	1.2	1.0	1.3
총구입량 대비(%)	36.2	35.7	33.4	35.0	37.6	38.3	36.3	36.6	37.6	38.4	36.3	36.6
IPP(Throuth KPX)	47,853	39,712	45,972	43,728	48,308	42,839	49,870	46,832	48,904	43,454	50,487	47,525
yoy(%)	9.0	-2.7	2.6	2.4	0.9	7.9	8.5	7.1	1.2	1.4	1.2	1.5
민간발전사 비중(%)	91.0	84.6	87.7	90.3	88.8	84.4	87.1	90.6	89.0	84.6	87.3	90.8
PPA(Direct)	4,735	7,234	6,464	4,691	6,103	7,897	7,381	4,859	6,069	7,907	7,356	4,826
yoy(%)	-15.6	10.0	19.9	3.7	28.9	9.2	14.2	3.6	-0.6	0.1	-0.3	-0.7
민간발전사 비중(%)	9.0	15.4	12.3	9.7	11.2	15.6	12.9	9.4	11.0	15.4	12.7	9.2
민간발전사 구입단가	**175.00**	**169.76**	**183.97**	**161.93**	**160.94**	**169.52**	**161.54**	**152.57**	**156.43**	**162.01**	**160.42**	**170.17**
yoy(%)	-28.8	-9.8	-0.2	-3.9	-8.0	-0.1	-12.2	-5.8	-2.8	-4.4	-0.7	11.5
분기 평균 SMP 대비(%)	135.2	135.3	132.8	141.2	140.3	138.8	138.7	141.3	140.7	140.1	136.3	143.0
분기 평균 SMP	**129.45**	**125.46**	**138.55**	**114.65**	**114.69**	**122.09**	**116.46**	**107.97**	**111.18**	**115.64**	**117.70**	**119.00**
yoy(%)	-44.8	-17.0	-5.4	-10.9	-11.4	-2.7	-15.9	-5.8	-3.1	-5.3	1.1	10.2
구입량 from 발전자회사	92,680	84,628	104,528	90,025	90,329	81,703	100,519	89,541	91,080	82,548	101,350	90,500
yoy(%)	-2.5	0.3	4.4	-2.4	-2.5	-3.5	-3.8	-0.5	0.8	1.0	0.8	1.1
총구입량 대비(%)	63.8	64.3	66.6	65.0	62.4	61.7	63.7	63.4	62.4	61.6	63.7	63.4
총전력구입량	145,269	131,573	156,963	138,443	144,740	132,440	157,769	141,231	146,052	133,909	159,193	142,852
yoy(%)	0.5	-0.2	4.4	-0.7	-0.4	0.7	0.5	2.0	0.9	1.1	0.9	1.1
전력판매량 대비(%)	102.5	103.8	104.7	105.3	102.6	104.0	104.1	106.6	102.9	104.3	104.4	106.9

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 전력구입량 단위는 GWh, 전력구입단가 및 SMP 단위는 KRW/KWh

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

표7 한국전력 실적 전망 (연간)

(십억원, 원, %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**88,219**	**93,399**	**98,176**	**101,525**	**105,403**
전기판매수익(연결기준)	82,955	88,890	93,791	96,886	100,524
전기판매수익(검침기준)	83,425	89,579	94,445	97,559	101,213
산업용	44,662	48,133	51,611	53,124	55,137
일반용	22,173	23,321	23,932	24,691	25,530
주택용	12,332	13,650	14,200	14,804	15,379
기타	4,259	4,476	4,702	4,939	5,167
연결/기타 조정	-471	-690	-654	-672	-689
기타	5,265	4,509	4,385	4,638	4,879
영업비용	**92,761**	**85,034**	**82,923**	**84,907**	**88,264**
매출 대비 비중(%)	105.1	91.0	84.5	83.6	83.7
연료비	26,978	22,538	19,218	18,815	18,952
석탄	13,930	10,922	9,736	8,525	8,083
LNG/유류	11,001	8,898	6,965	7,149	7,164
원자력/기타	2,048	2,718	2,517	3,141	3,705
전력구입비	38,304	34,660	34,493	35,108	37,069
유무형자산상각비	13,028	13,993	13,927	14,293	14,662
기타	14,450	13,843	15,285	16,690	17,581
영업이익	**-4,542**	**8,365**	**15,253**	**16,618**	**17,139**
영업이익률(%)	-5.1	9.0	15.5	16.4	16.3
EBITDA	**8,486**	**22,358**	**29,180**	**30,911**	**31,801**
EBITDA Margin(%)	9.6	23.9	29.7	30.4	30.2
세전이익	**-7,554**	**5,257**	**12,899**	**13,694**	**14,349**
세전이익률(%)	-8.6	5.6	13.1	13.5	13.6
지배주주순이익	**-4,823**	**3,492**	**9,117**	**9,667**	**10,128**
순이익률(%)	-5.5	3.7	9.3	9.5	9.6
EPS(원)	**-11,767**	**8,188**	**20,092**	**21,332**	**22,352**
지배주주 EPS(원)	**-7,512**	**5,439**	**14,202**	**15,058**	**15,777**
yoy(%)					
매출액	23.8	5.9	5.1	3.4	3.8
영업이익	적지	흑전	82.4	8.9	3.1
세전이익	적지	흑전	145.4	6.2	4.8
지배주주순이익	적지	흑전	161.1	6.0	4.8
지배주주 EPS	적지	흑전	161.1	6.0	4.8
종전 대비(%)					
매출액			-0.5	-0.2	-0.8
영업이익			17.2	26.0	25.3
세전이익			20.8	29.8	28.0
지배주주순이익			19.3	27.9	25.9
지배주주 EPS			19.3	27.9	25.9

주: K-IFRS 연결기준

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

표8 한국전력 전기판매수익 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
전기판매수익(연결기준) ① + ②	**82,955**	**88,890**	**93,791**	**96,886**	**100,524**
yoy(%)	25.3	7.2	5.5	3.3	3.8
매출 대비(%)	94.0	95.2	95.5	95.4	95.4
전기판매수익(검침기준) ①	**83,425**	**89,579**	**94,445**	**97,559**	**101,213**
yoy(%)	26.3	7.4	5.4	3.3	3.7
총판매량(GWh)	545,966	549,821	552,353	556,263	563,035
yoy(%)	-0.4	0.7	0.5	0.7	1.2
평균 판매단가(KRW/KWh)	152.8	162.9	171.0	175.4	179.8
yoy(%)	26.8	6.6	4.9	2.6	2.5
산업용	**44,662**	**48,133**	**51,611**	**53,124**	**55,137**
yoy(%)	27.1	7.8	7.2	2.9	3.8
검침기준 전기판매수익 대비(%)	53.5	53.7	54.6	54.5	54.5
판매량(GWh)	290,555	286,212	282,331	280,985	283,017
yoy(%)	-1.9	-1.5	-1.4	-0.5	0.7
총판매량 대비(%)	53.2	52.1	51.1	50.5	50.3
평균 판매단가(KRW/KWh)	153.7	168.2	182.8	189.1	194.8
yoy(%)	29.5	9.4	8.7	3.4	3.0
일반용	**22,173**	**23,321**	**23,932**	**24,691**	**25,530**
yoy(%)	25.3	5.2	2.6	3.2	3.4
검침기준 전기판매수익 대비(%)	26.6	26.0	25.3	25.3	25.2
판매량(GWh)	130,844	134,807	138,512	141,183	143,484
yoy(%)	2.9	3.0	2.7	1.9	1.6
총판매량 대비(%)	24.0	24.5	25.1	25.4	25.5
평균 판매단가(KRW/KWh)	169.5	173.0	172.8	174.9	177.9
yoy(%)	21.8	2.1	-0.1	1.2	1.7
주택용	**12,332**	**13,650**	**14,200**	**14,804**	**15,379**
yoy(%)	25.5	10.7	4.0	4.3	3.9
검침기준 전기판매수익 대비(%)	14.8	15.2	15.0	15.2	15.2
판매량(GWh)	82,348	86,989	88,972	90,781	92,475
yoy(%)	1.7	5.6	2.3	2.0	1.9
총판매량 대비(%)	15.1	15.8	16.1	16.3	16.4
평균 판매단가(KRW/KWh)	149.8	156.9	159.6	163.1	166.3
yoy(%)	23.4	4.8	1.7	2.2	2.0
기타	**4,259**	**4,476**	**4,702**	**4,939**	**5,167**
yoy(%)	25.8	5.1	5.1	5.0	4.6
검침기준 전기판매수익 대비(%)	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1
판매량(GWh)	42,218	41,812	42,539	43,314	44,060
yoy(%)	-3.4	-1.0	1.7	1.8	1.7
총판매량 대비(%)	7.7	7.6	7.7	7.8	7.8
평균 판매단가(KRW/KWh)	100.9	107.0	110.5	114.0	117.3
yoy(%)	30.3	6.1	3.3	3.2	2.8
연결/기타조정 ②	**-471**	**-690**	**-654**	**-672**	**-689**
검침기준 전기판매수익 대비(%)	-0.6	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7

주: K-IFRS 연결기준
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

표9 한국전력 발전자회사 발전연료비 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
연료비	**26,978**	**22,538**	**19,218**	**18,815**	**18,952**
yoy(%)	-22.2	-16.5	-14.7	-2.1	0.7
매출 대비(%)	30.6	24.1	19.6	18.5	18.0
영업비용 대비(%)	29.1	26.5	23.2	22.2	21.5
한전 계열 총발전량(GWh)	391,761	392,426	380,998	385,229	388,358
yoy(%)	-4.1	0.2	-2.9	1.1	0.8
총판매량 대비(%)	71.8	71.4	69.0	69.3	69.0
평균 연료단가(KRW/KWh)	68.9	57.4	50.4	48.8	48.8
yoy(%)	-18.9	-16.6	-12.2	-3.2	-0.1
석탄 연료비	**13,930**	**10,922**	**9,736**	**8,525**	**8,083**
yoy(%)	-25.2	-21.6	-10.9	-12.4	-5.2
연료비 대비(%)	51.6	48.5	50.7	45.3	42.7
한전 계열 발전량(GWh)	150,851	140,805	134,498	117,654	110,893
yoy(%)	-8.2	-6.7	-4.5	-12.5	-5.7
비중(%)	38.5	35.9	35.3	30.5	28.6
연료단가(KRW/KWh)	92.3	77.6	72.4	72.5	72.9
yoy(%)	-18.5	-16.0	-6.7	0.1	0.6
LNG/유류 연료비	**11,001**	**8,898**	**6,965**	**7,149**	**7,164**
yoy(%)	-21.7	-19.1	-21.7	2.6	0.2
연료비 대비(%)	40.8	39.5	36.2	38.0	37.8
한전 계열 발전량(GWh)	47,265	46,875	37,868	40,522	40,440
yoy(%)	-13.3	-0.8	-19.2	7.0	-0.2
비중(%)	12.1	11.9	9.9	10.5	10.4
연료단가(KRW/KWh)	232.7	189.8	183.9	176.4	177.2
yoy(%)	-9.6	-18.4	-3.1	-4.1	0.4
원자력/기타 연료비	**2,048**	**2,718**	**2,517**	**3,141**	**3,705**
yoy(%)	1.8	32.7	-7.4	24.8	17.9
연료비 대비(%)	7.6	12.1	13.1	16.7	19.5
한전 계열 발전량(GWh)	193,645	204,746	208,632	227,053	237,025
yoy(%)	2.1	5.7	1.9	8.8	4.4
비중(%)	49.4	52.2	54.8	58.9	61.0
연료단가(KRW/KWh)	10.6	13.3	12.1	13.8	15.6
yoy(%)	-0.3	25.5	-9.1	14.7	13.0

주: K-IFRS 연결기준
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

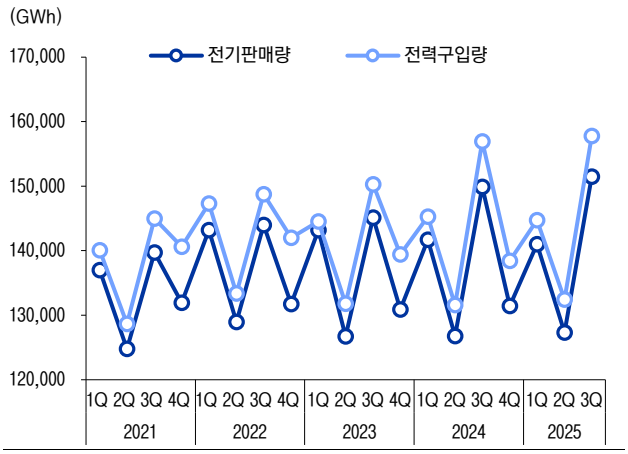
표10 한국전력 민간발전사 전력구입비 전망 Detail (연간)

(십억원, %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
전력구입비	**38,304**	**34,660**	**34,493**	**35,108**	**37,069**
yoy(%)	-8.8	-9.5	-0.5	1.8	5.6
매출 대비(%)	43.4	37.1	35.1	34.6	35.2
영업비용 대비(%)	41.3	40.8	41.6	41.3	42.0
구입량 from 민간발전사(GWh)	**194,343**	**200,388**	**214,088**	**216,528**	**218,788**
yoy(%)	5.8	3.1	6.8	1.1	1.0
총구입량 대비(%)	34.3	35.0	37.2	37.2	37.3
IPP(Throuth KPX)	172,243	177,264	187,848	190,370	192,741
yoy(%)	5.6	2.9	6.0	1.3	1.2
민간발전사 비중(%)	88.6	88.5	87.7	87.9	88.1
PPA(Direct)	22,100	23,123	26,240	26,158	26,047
yoy(%)	7.0	4.6	13.5	-0.3	-0.4
민간발전사 비중(%)	11.4	11.5	12.3	12.1	11.9
민간발전사 구입단가(KRW/KWh)	**197.1**	**173.0**	**161.1**	**162.1**	**169.4**
yoy(%)	-13.7	-12.2	-6.9	0.6	4.5
연평균 SMP 대비(%)	119.3	136.2	139.7	139.9	138.2
연평균 SMP(KRW/KWh)	**165.2**	**127.0**	**115.3**	**115.9**	**122.6**
yoy(%)	-15.3	-23.1	-9.2	0.5	5.8
구입량 from 발전자회사(GWh)	371,730	371,860	362,092	365,477	368,541
yoy(%)	-4.1	0.0	-2.6	0.9	0.8
총구입량 대비(%)	65.7	65.0	62.8	62.8	62.7
총전력구입량 (GWh)	566,073	572,248	576,180	582,005	587,329
yoy(%)	-0.9	1.1	0.7	1.0	0.9
전력판매량 대비(%)	103.7	104.1	104.3	104.6	104.3

주: K-IFRS 연결기준
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

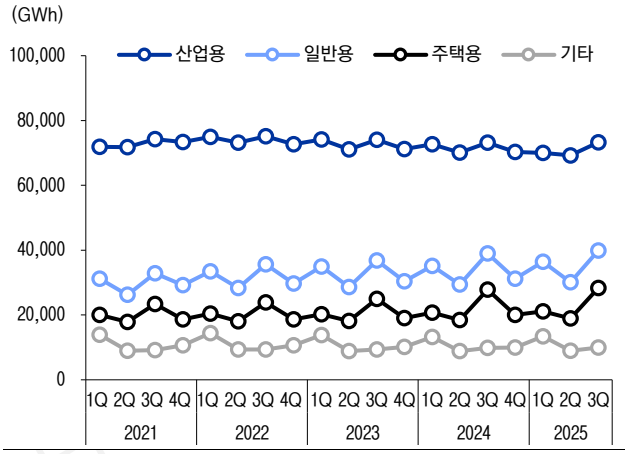
LS증권 리서치센터

그림1 전기판매량 vs 전력구입량 추이



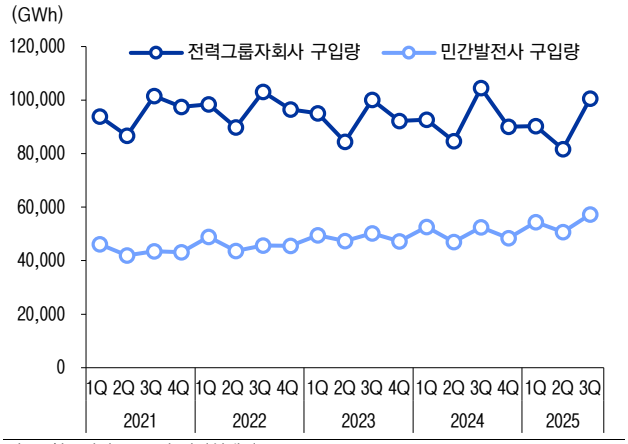
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림2 용도별 전기판매량 추이



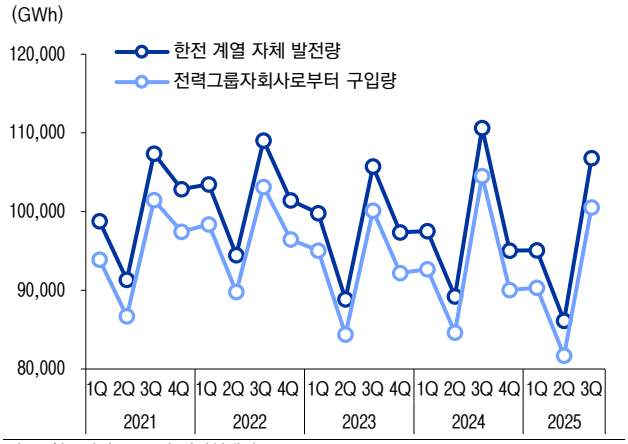
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림3 전력그룹자회사 구입량 vs 민간발전사 구입량



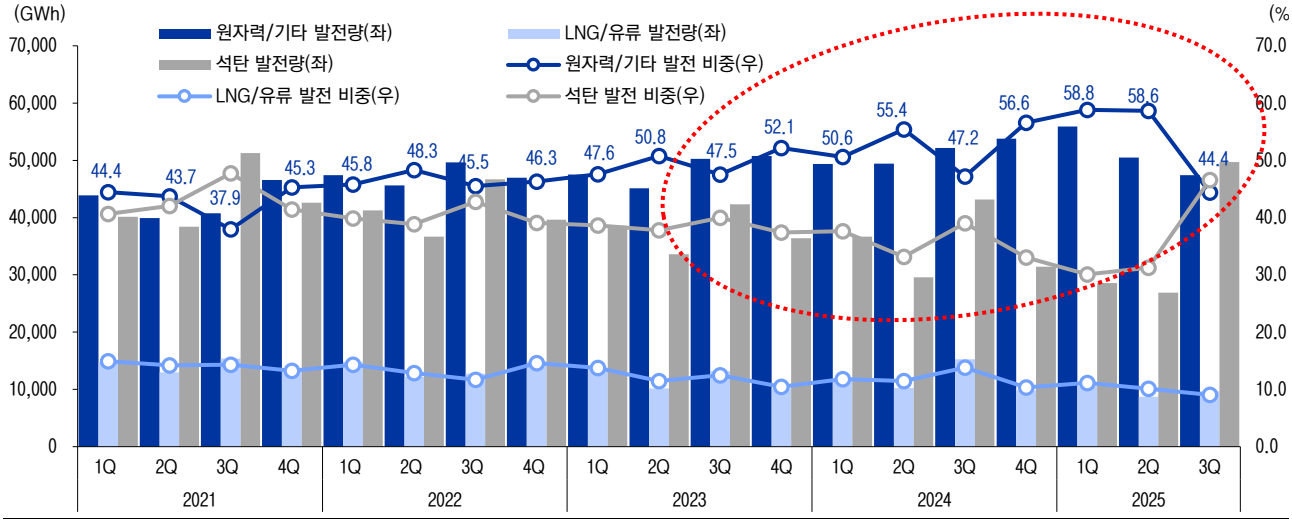
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림4 전력그룹자회사 발전량 vs 구입량 from 전력그룹자회사



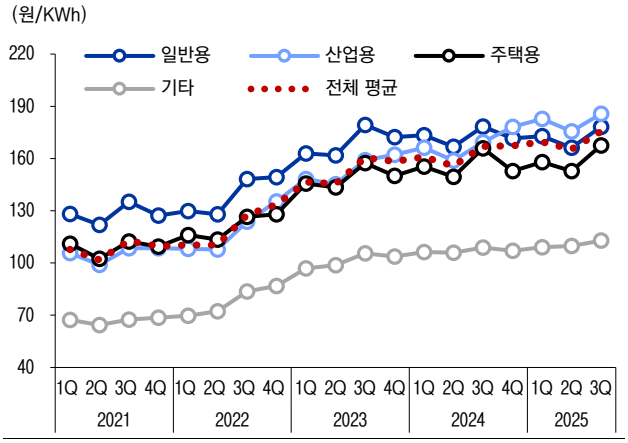
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림5 전력그룹자회사 연료별 발전량 & 발전 비중 추이(특히, 원자력 발전 비중 추이 주목) ★★★



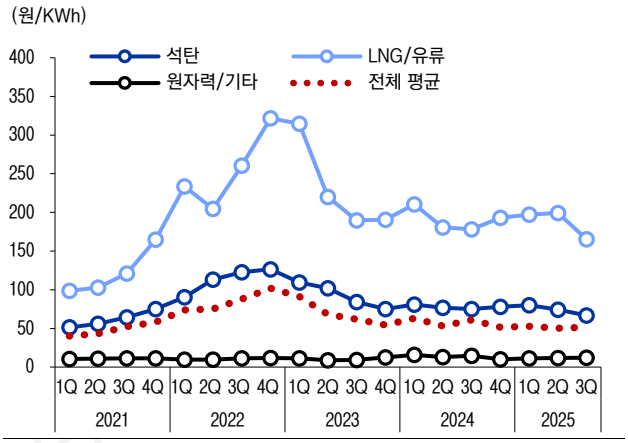
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림6 전력 평균 판매단가 추이(10/24 산업용 평균 9.7% 인상) ★★



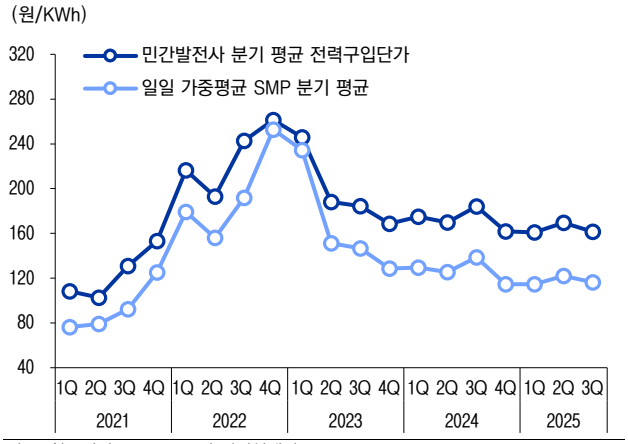
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림7 평균 연료단가 추이 ★



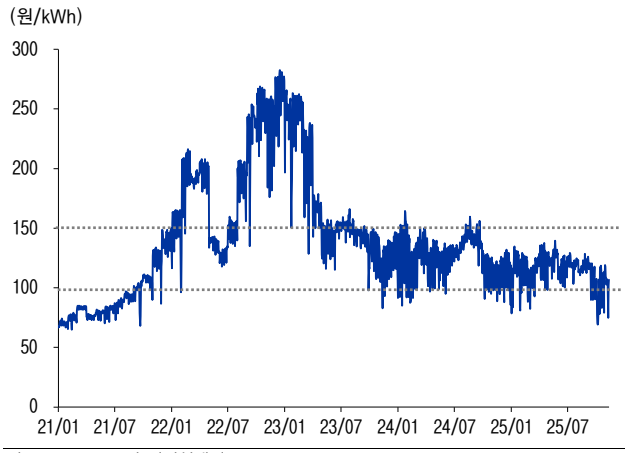
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림8 민간발전사 평균 전력구입단가 vs SMP 분기 평균 ★



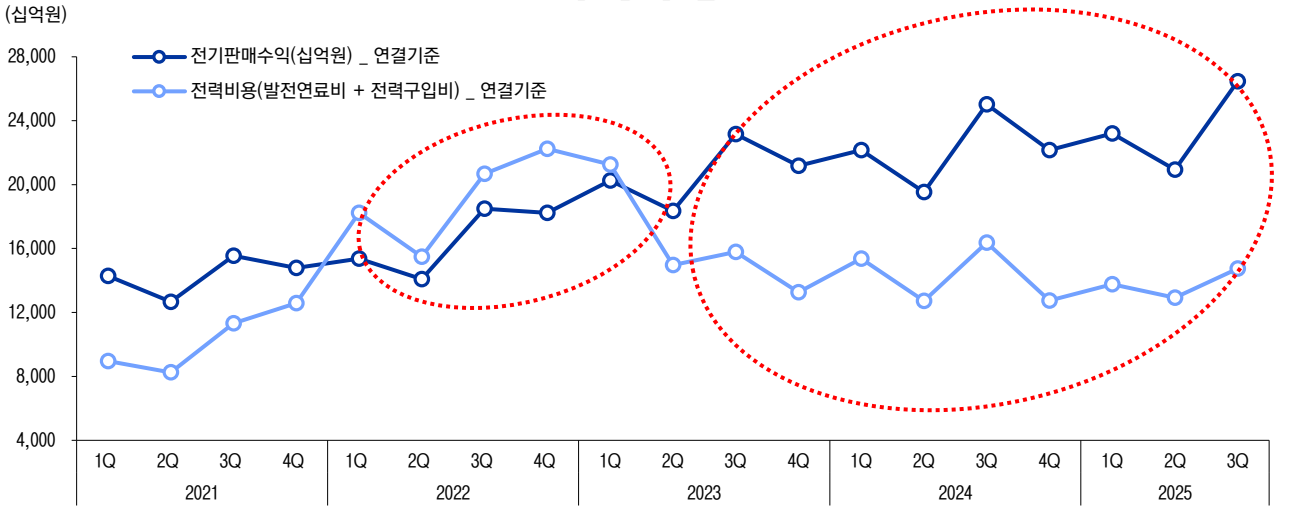
자료: 한국전력, KPX, LS증권 리서치센터

그림9 일일 가중평균 SMP 일별 추이



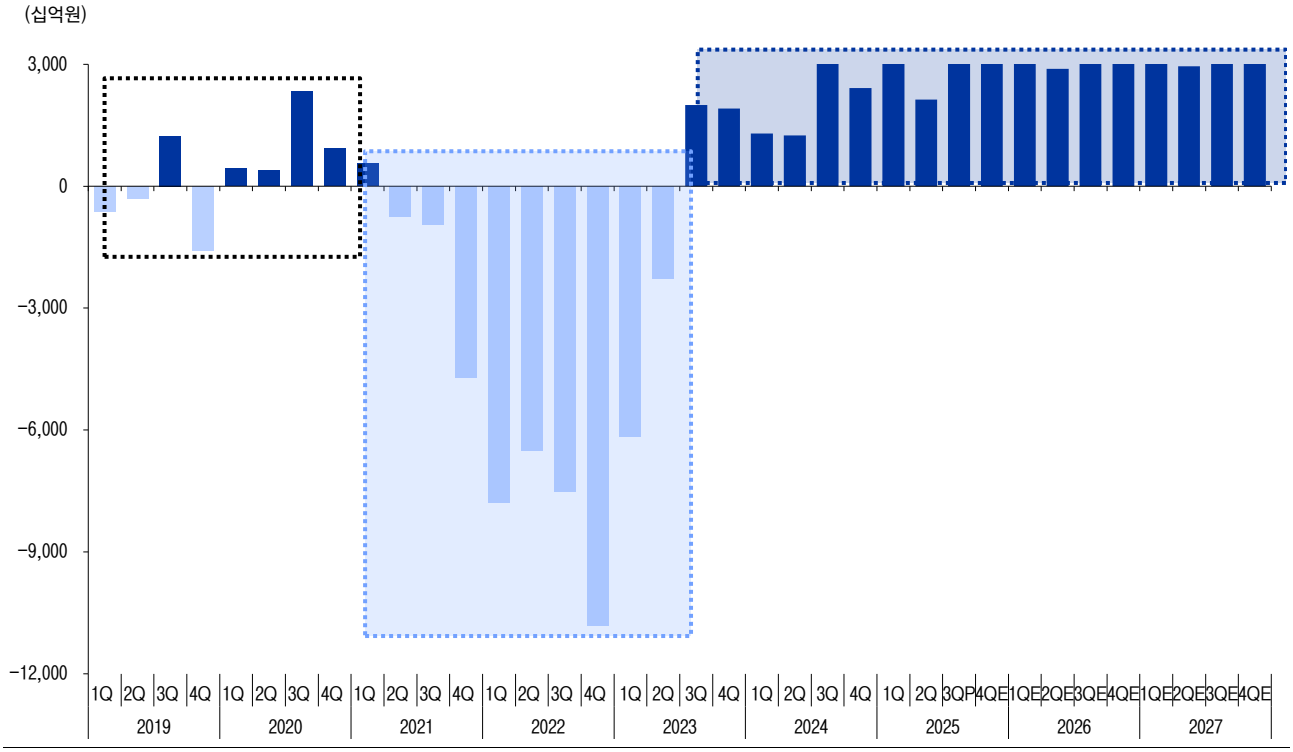
자료: KPX, LS증권 리서치센터

그림10 전기판매수익 VS 전력관련원가(발전연료비 + 전력구입비) 추이 비교 ★



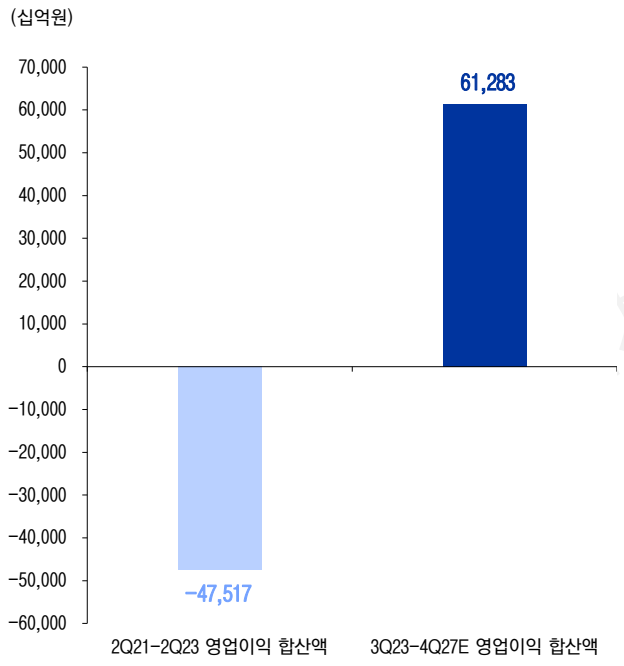
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림11 한국전력, 분기 영업이익 추이 및 전망



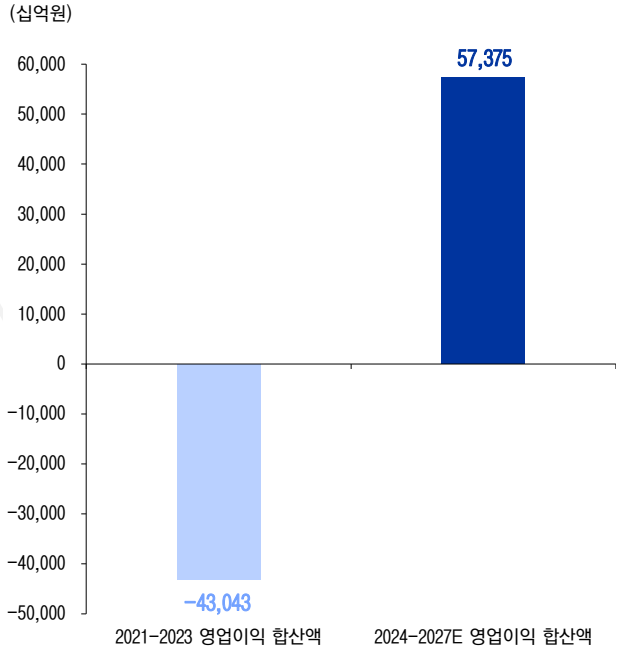
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림12 한국전력 영업이익, 2Q21-2Q23 vs 3Q23-4Q27E



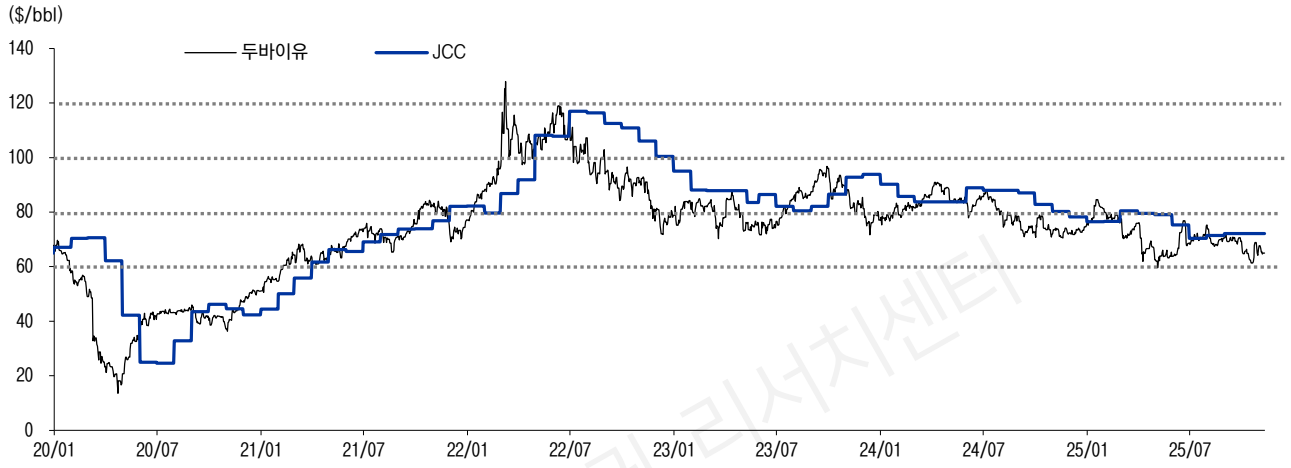
자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림13 한국전력 영업이익, 2021-2023 vs 2024-2027E



자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

그림14 유가 추이

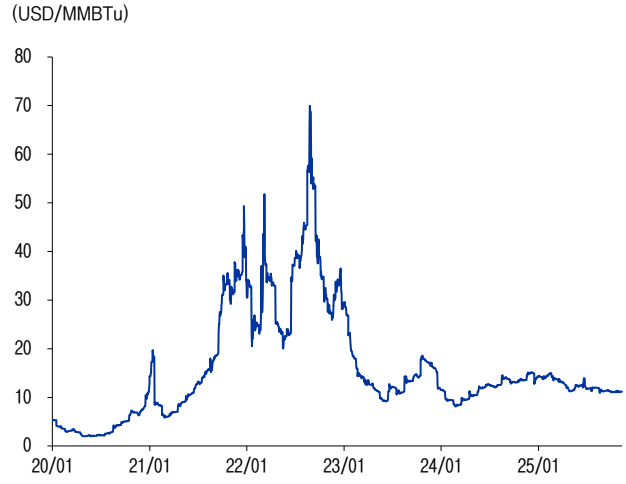


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림15 석탄(유연탄) 가격 추이

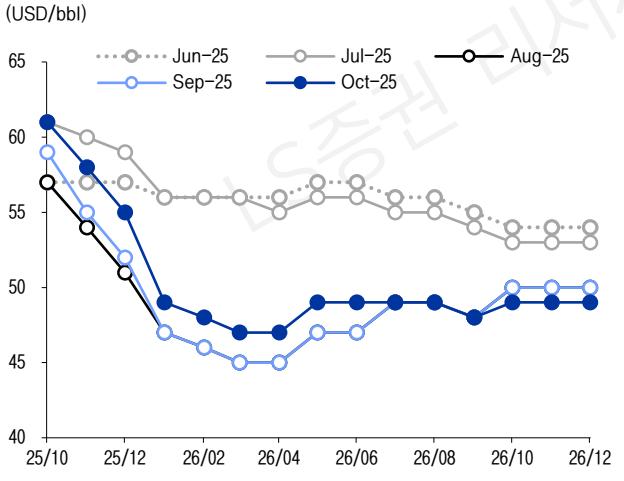
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림16 LNG Spot 가격(JKM) 추이



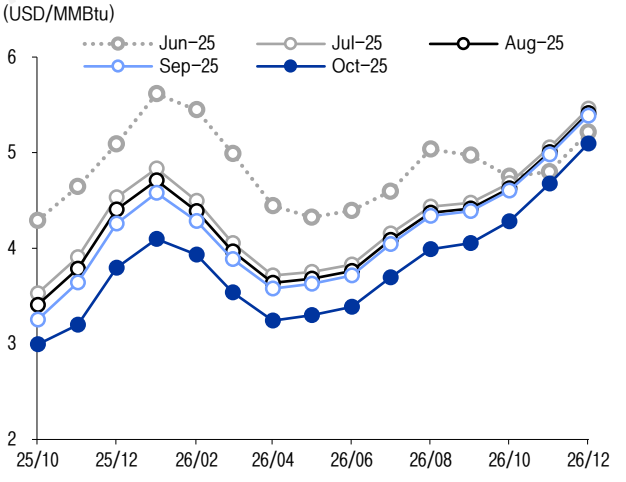
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림17 유가 전망 (WTI)



자료: EIA Short Term Energy Outlook, LS증권 리서치센터

그림18 천연가스 가격 전망 (Henry Hub Spot)



자료: EIA Short Term Energy Outlook, LS증권 리서치센터

Valuation

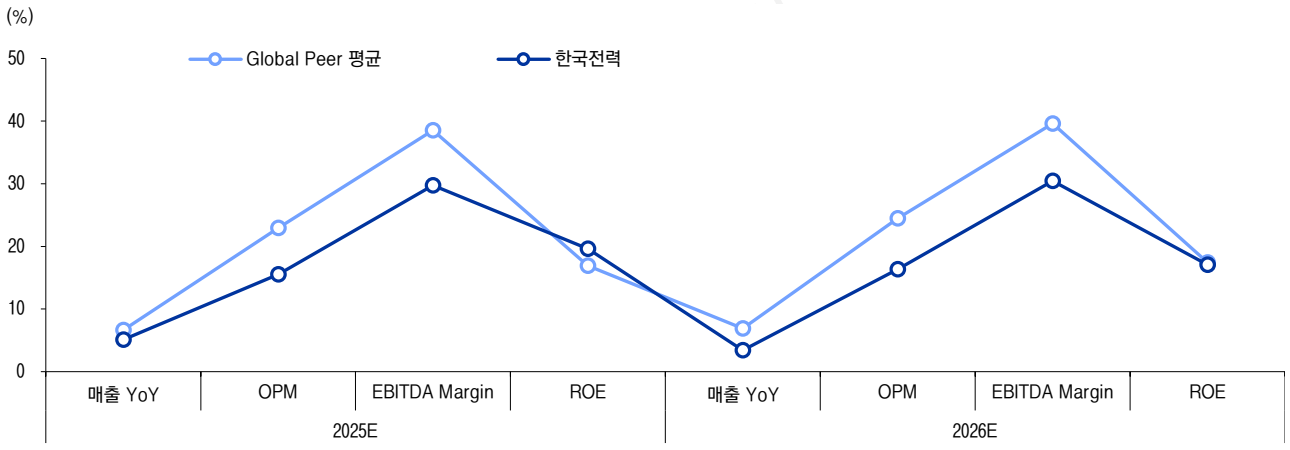
상대평가 With Global Peer

표11 펀드멘털 지표 비교 (한국전력 vs Global Peer)

(%)	2025E				2026E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
NextEra(미국)	14.9	36.1	58.7	13.1	9.7	37.3	60.6	13.3
IBERDROLA(스페인)	5.6	22.2	34.6	11.6	1.4	22.4	35.0	11.4
Duke Energy(미국)	1.1	34.7	46.2	18.6	3.4	35.6	47.0	17.9
China Yangtze Power(중국)	2.3	49.9	78.6	15.7	2.1	51.1	78.8	15.6
Edison International(미국)	6.4	27.0	44.1	13.1	2.7	25.1	42.3	11.7
Constellation Energy(미국)	0.5	16.6	21.6	21.3	10.7	19.2	26.5	22.2
GE Vernova(미국)	6.9	5.1	8.9	20.6	11.0	9.5	12.7	29.5
Cameco(미국)	9.3	18.2	54.8	10.5	6.0	26.2	55.7	13.7
BWXT(미국)	15.7	14.2	18.2	27.6	17.3	14.7	17.7	21.2
Centrus Energy(미국)	3.4	17.0	20.7	36.9	8.2	16.1	19.8	26.7
Vistra Energy(미국)	16.0	17.6	29.5	43.9	13.7	21.5	31.4	58.4
Southern Company(미국)	5.9	27.0	45.0	11.9	4.1	28.4	46.0	11.9
XCEL Energy(미국)	10.4	20.6	40.6	10.5	7.3	22.6	43.2	10.2
Dominion Energy(미국)	10.5	30.5	46.7	9.7	5.1	32.2	49.2	9.7
Flour(미국)	-2.2	2.4	3.3	6.7	3.6	2.7	3.3	6.6
China National Nuclear Power(중국)	6.7	27.4	60.4	8.1	6.1	27.6	61.2	8.3
China General Nuclear Power(중국)	-0.5	23.1	42.9	7.7	5.2	23.6	43.0	7.9
Average	**6.6**	**22.9**	**38.5**	**16.9**	**6.9**	**24.5**	**39.6**	**17.4**
한국전력	**5.1**	**15.5**	**29.7**	**19.6**	**3.4**	**16.4**	**30.4**	**17.1**
Global Peer 대비 우위/보합/열위 (%)	**-22.9**	**-32.2**	**-22.8**	**16.0**	**-50.6**	**-33.1**	**-23.1**	**-2.1**

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림19 펀드멘털 지표 비교 (Global Peer vs 한국전력)



▶ 수익성 지표(영업이익률, EBITDA Margin 등): Global Peer 대비 열위
▶ 자본 성장성 지표(ROE): Global Peer 대비 열위
▶ 매출 성장성 지표(매출 YoY): Global Peer 대비 열위. 매출 성장성은 핵심지표는 아님
→ 한국전력 영업이익은 2021-2023년 대규모 적자 후 2024년 턴어라운드, 2025년 이후 방향성은 매우 우수

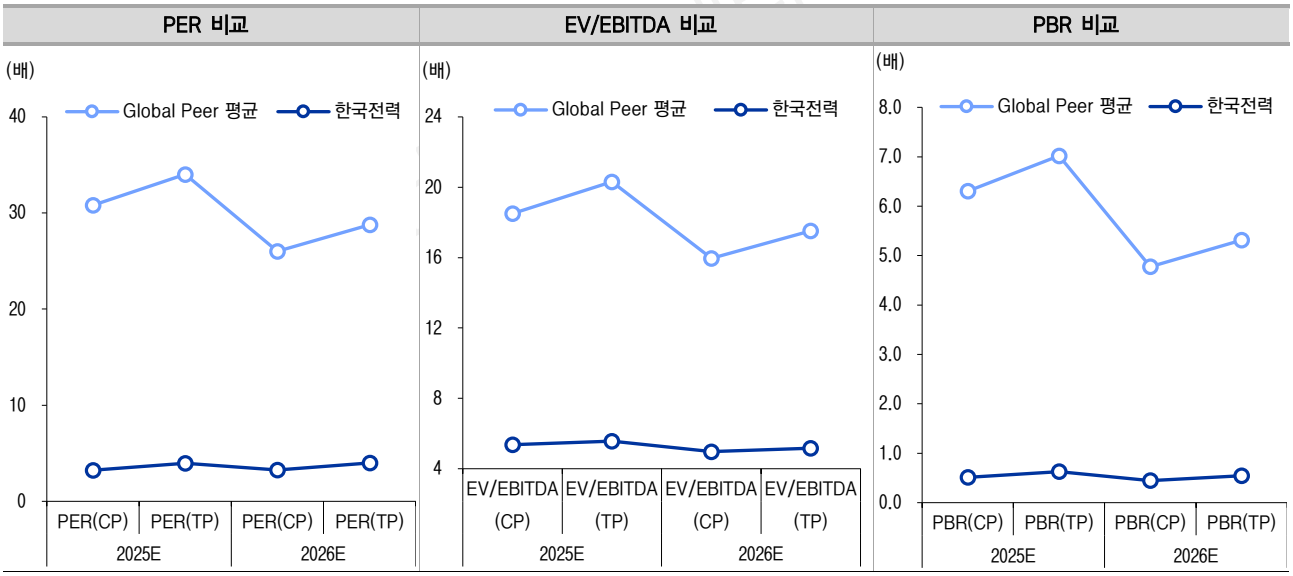
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표12 상대평가 Valuation 지표 비교 (한국전력 vs Global Peer)

(각국 통화, 배, %)	2025E						2026E					
	PER		EV/EBITDA		PBR		PER		EV/EBITDA		PBR	
	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)
NextEra(미국)	23.2	25.0	16.2	17.0	3.1	3.3	21.5	23.2	14.9	15.6	2.9	3.1
IBERDROLA(스페인)	18.6	18.5	10.4	10.3	2.0	2.0	18.2	18.1	10.2	10.2	2.1	2.0
Duke Energy(미국)	23.5	25.6	14.1	15.1	4.1	4.5	21.7	23.6	13.2	14.2	3.7	4.0
China Yangtze Power(중국)	20.2	23.1	14.3	15.8	3.1	3.6	19.2	21.9	13.8	15.3	3.0	3.4
Edison International(미국)	9.5	11.1	7.3	7.7	1.4	1.6	9.6	11.2	7.6	8.0	1.3	1.5
Constellation Energy(미국)	38.5	43.1	24.1	26.8	7.9	8.9	31.5	35.3	18.0	19.9	7.5	8.4
GE Vernova(미국)	79.2	92.0	44.8	52.4	15.3	17.7	45.1	52.4	28.1	33.0	12.4	14.4
Cameco(미국)	61.3	71.6	21.9	25.6	5.9	6.9	44.3	51.7	20.0	23.4	5.3	6.2
BWXT(미국)	52.9	58.9	34.4	38.0	13.9	15.5	46.6	51.8	29.7	32.9	3.7	4.1
Centrus Energy(미국)	63.4	60.2	49.9	47.2	14.8	14.1	72.5	68.7	48.8	46.1	13.4	12.7
Vistra Energy(미국)	35.3	43.6	13.8	16.3	18.7	23.1	21.4	26.5	11.4	13.5	11.9	14.7
Southern Company(미국)	21.3	23.4	13.6	14.4	2.8	3.1	19.8	21.8	13.1	13.9	2.6	2.9
XCEL Energy(미국)	21.1	23.1	13.5	14.3	2.1	2.3	19.6	21.4	12.7	13.3	2.0	2.1
Dominion Energy(미국)	17.9	18.8	13.1	13.5	1.7	1.8	16.9	17.8	12.5	12.8	1.7	1.8
Flour(미국)	21.3	24.2	11.3	13.2	1.5	1.7	19.4	22.1	10.0	11.8	1.4	1.6
China National Nuclear Power(중국)	19.3	21.4	11.7	12.1	1.6	1.7	17.9	20.0	12.0	12.4	1.5	1.7
China General Nuclear Power(중국)	16.1	16.5	6.3	6.3	1.3	1.3	15.1	15.5	6.6	6.6	1.2	1.2
Average	**31.9**	**35.3**	**18.9**	**20.4**	**6.0**	**6.7**	**27.1**	**29.6**	**16.6**	**17.8**	**4.6**	**5.1**
한국전력	**3.5**	**4.6**	**5.2**	**5.5**	**0.6**	**0.8**	**3.3**	**4.3**	**4.7**	**5.1**	**0.5**	**0.7**
Global Peer 대비 할증 or 할인 (%)	**-89.1**	**-87.0**	**-72.6**	**-72.9**	**-89.3**	**-87.4**	**-87.9**	**-85.4**	**-71.5**	**-71.6**	**-88.3**	**-86.1**

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

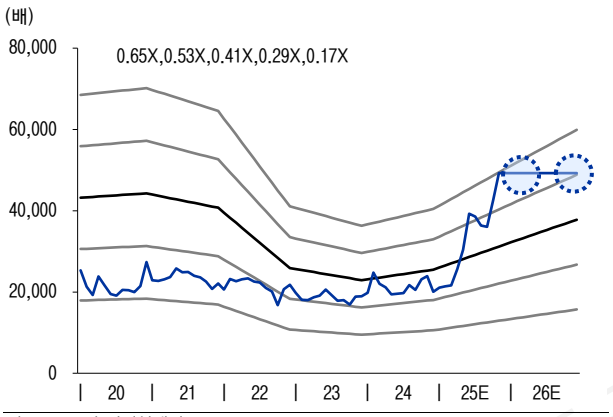
그림20 PER, EV/EBITDA, PBR 비교(한국전력 vs Global Peer)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

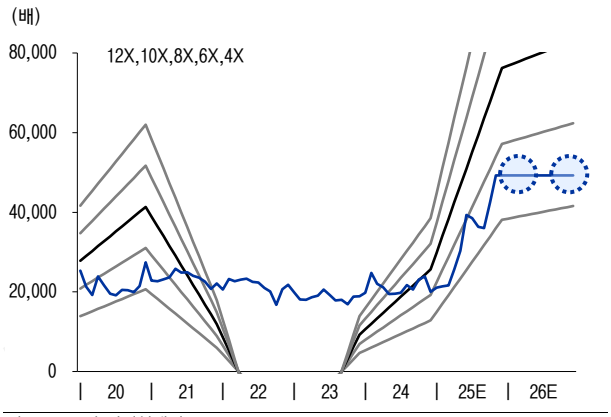
상대평가 With 자체 Multiple Band _ 수년간의 과도한 할인 해소, Rerating 과정

그림21 한국전력 PBR Band



자료: LS증권 리서치센터

그림22 한국전력 EV/EBITDA Band



자료: LS증권 리서치센터

Valuation Table & 목표주가 변동내역

표13 한국전력 Valuation Table

구분	2025E	2026E
지배주주 BPS(원)	77,331	92,187
적용 PBR(배)	0.84	0.71
목표주가(원)	**65,000**	**65,000**
주식수(주)	641,964,077	641,964,077
목표시총(십억원)	41,728	41,728

▣ Global Peer 대비 적용 Multiple 적정성 점검 통한 Valuation 유의성 점검

▶ 25E BPS 대비 PBR 0.40배, 26E BPS 대비 PBR 0.71배 적용 → Global Peer 목표 PBR 대비 25년은 87.4%, 25년은 86.1% 할인

▷ 신규 목표주가 또한 Global Peer 대비 90%에 육박하는 과도한 할인 적용 중

▶ 2024년 이후의 이익 방향성 점검

▷ 원재료 가격 안정화, 발전 Mix 개선에 따른 발전연료비/전력구입비 등 핵심비용 안정화, 몇 차례 꾸준한 요금 인상에 따른 판매단가 상승 등으로 3Q23 10개 분기 만에 분기 영업이익 흑자전환 후 영업이익 규모 증가 추이 지속 → 안정적이고 탄탄한 손익구조 재구축

- 원재료 가격 안정화: LNG, 석탄, 석유 등 원재료 가격은 2022년말까지 급상승, 2022년말부터 급안정화 후 2Q23 이후부턴 안정화 단계 지속. 트럼프 행정부의 생산량 증가 통한 원재료 가격 안정화 정책 등 감안 시 특이 변수 없으면 안정화 지속 전망
- 발전 Mix 개선: 발전단가가 압도적으로 낮은 원전 발전 비중 지속 증가(석탄 발전 비중 가파른 감소, LNG 발전 비중도 점진적 감소)
- 요금 인상 관련: 2025년은 민생경제 부진 등으로 요금인상 없었는데 민생경제 부진 지속 가능성 감안하여 보수적 관점에서 2026년 이후에도 요금인상 없을 것으로 가정. 그러나, 에너지 원재료 가격 안정화 상황 지속 시 현행 요금체계 하에서도 한전채 발행한도 한시적 확대 규정 일몰하는 2028년말까지는 누적영업적자 모두 해소 가능

▷ 분기 영업이익: [3Q23 2.0조원 → 4Q23 1.9조원 → 1Q24 1.3조원 → 2Q24 1.3조원 → 3Q24 3.4조원] → [4Q24 2.4조원 → 1Q25 3.8조원 → 2Q25 2.1조원 → 3Q25P 5.7조원 → 4Q25E 3.7조원]

- 분기 영업이익 규모는 3Q24까지는 1, 2, 4분기 1-2조원대, 전력성수기인 3분기 3조원대 → 4Q24(10/24부터) 산업용 요금 평균 9.7% 인상(전체 용도 합산 기준 평균 5.2% 인상 효과) 후부턴 1, 2, 4분기 2-4조원대, 성수기인 3분기 5-6조원대로 확대

자료: LS증권 리서치센터

표14 한국전력 목표주가 변동

(억원, 원, 배, %)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)	2025E			2026E		
			지배주주 BPS(원)	PBR (배)	ROE (%)	지배주주 BPS(원)	PBR (배)	ROE (%)
종전	55,000	353,080	74,914	0.73	16.7	86,502	0.64	14.0
신규	65,000	417,277	77,331	0.84	19.6	92,187	0.71	17.1
변경률(%)	18.2	18.2	3.2	14.5	17.4	6.6	10.9	22.1

자료: LS증권 리서치센터

표15 전력 업체 Global Peer 참조(1) _ 비원전

업체	주요 사업
NextEra Energy(미국)	· 미국 전역 전력 생산 및 공급(발전용량 60GW) · 미국 최대 용량 규제 전력 서비스(플로리다 전역 600 만 고객 대상) · 세계 최대 태양광/풍력 발전사(2024 신규 PJT 8.7GW 가동. 개발 Backlog 25GW 이상)
IBERDROLA(스페인)	· 세계 최대 풍력 발전사(2023 년 기준 전체 발전용량의 67% 풍력) · 영국(Scottish Power), 미국(Avangrid), 브라질(Neoenergia) 등 글로벌 자회사 보유
Duke Energy(미국)	· 미국 중부, 남동부 전력 생산 및 공급(발전용량 50GW). 매출의 80% · 천연가스 유통(매출의 10%) · 태양광/풍력 등 재생에너지 발전(매출의 10%. 장기 확장 중)
China Yangtze Power(중국)	· 장강전력 · 세계 최대 수력발전사(양쯔강 중상류 지역에서 수력발전소 운영) · 수력발전 용량 71,695MW(7.17GW), 중국 전국 수력발전 설비용량의 16.29%
Edison International(미국)	· 미국 남부 캘리포니아 지역 전력 발전 및 소매 전력 공급 업체 · 친환경 재생에너지 발전 확대. 전력망 운영 및 데이터센터 전력 공급 · LA 산불로 회사 전력 공급 설비 문제가 제기되며 막대한 산불 피해 보상금 소송 가능성

자료: LS증권 리서치센터

표16 전력 업체 Global Peer 참조(2) _ 원전 관련 업체

구분	업체	회사 개요 & 원전 관련성
펀드멘털 지표, 밸류에이션 Avaiable	Constellation Energy (미국)	· 미국 최대 청정 에너지원(원자력, 수력, 풍력, 태양광) 유틸리티 업체 · 미국 최대 원자력 발전소 운영 기업 (미국 원자력 CAPA 1 위, 20GW 이상)
	GE Vernova (미국)	· 가스터빈, 전력기기 제조 업체 · GE Hitachi 통해 원자력 터빈, BWR, SMR 설계 및 유지보수 담당
	Cameco (미국)	· 캐나다 기업, 상장사 기준 세계 최대 우라늄 생산, 정제, 연료 공급 기업 · 웨스팅하우스 지분 보유, 우라늄 직접 생산, 캐나다 및 미국에서 우라늄 광산 운영
	BWXT (미국)	· 원자로 부품 제작, 원자력 엔지니어링, SMR 개발하는 업체 · 미 해군용 원자로 공급(잠수함, 항공모함), SMR 개발, NASA 원자력 추진체 개발
	Centrus Energy (미국)	· 우라늄 농축 및 연료 공급 특화된 기업 · SMR 용 고농축 HALEU 생산기업, DOE 지원하에 미국 내 유일한 HALEU 공급 능력 확보
	Vistra Energy (미국)	· 유틸리티 업체, 원자력 발전소 운영 · 텍사스 등지에서 상업용 원전 운영
	Southern Company (미국)	· 미국 동남부 전력 생산/공급(발전용량 46GW). 천연가스 유통/저장. 재생에너지/원자력 발전소 · 원자력 발전소 운영
	XCEL Energy(미국)	· 전기 및 천연가스 공급 업체. 미국 중서부 · 남서부 8 개주에서 전기고객 380 만명, 가스고객 220 만명 · 발전의 경우 천연가스, 풍력 비중 높으나 원전도 2 기 운영 중이며 전체 발전 비중 10% 차지
	Dominion Company (미국)	· 전력 55%, 가스(도시가스 공급/배관/저장) 30%, 에너지서비스(PPA/에너지효율화솔루션) 15% · 주력인 전력사업의 경우 원전, 재생에너지 중심. 원전 2 기 운영 중 + North Anna SMR 입찰 참여
	Flour (미국)	· EPC 업체 원자력, 인프라 개발 건설에 참여 · Nuscale 대주주, 과거 웨스팅하우스 원전 프로젝트 EPC 로 참여
	China National Nuclear Power (중국)	· 청정에너지 전기 발전/공급 업체(24 년 설비용량: 원전 44%, 태양광 38%, 풍력 18%) · 2024 년 중국 원전 시장 M/S 42.0%로서 2 위(1 위는 CGN, M/S 53.5%)
	China General Nuclear Power (중국)	· 원전, 재생에너지(태양광, 풍력, 수력, 분산에너지) 등 청정에너지 발전/공급 업체. 원전 비중 50% 이상 · 2024 년 중국 원전 시장 M/S 53.5%로서 1 위(2 위는 CNNP, M/S 42.0%)
펀드멘털 지표, 밸류에이션 Not Avaiable	Nuscale (미국)	· SMR 개발 업체 · 미국 최초 SRM 설계 인증 받은 회사
	Oklo (미국)	· SMR 개발하는 벤처 업체, 2027~2028 년 상업운전 목표 · DOE 와 협업 통해 폐연료 재사용하는 SMR 개발 중
	Uranium Energy (미국)	· 우라늄 채굴 및 탐사 중심의 회사 · 미국 기반 우라늄 생산 업체
	Nano Nuclear Energy (미국)	· SMR 개발 스타트업 · 이동형 마이크로원자로 MMR(Micro Modular Reactor) 설계 중

자료: LS증권 리서치센터

한국전력 (015760)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	29,536	29,255	29,485	29,664	30,151
현금및현금성자산	4,343	2,383	2,058	1,839	1,699
유동금융자산	3,107	3,495	3,018	2,697	2,492
매출채권	11,986	12,216	12,779	13,171	13,624
기타	10,100	11,161	11,631	11,956	12,336
비유동자산	210,179	217,553	221,716	228,764	235,259
유무형자산	181,009	184,129	186,702	192,279	197,258
금융/투자자산	13,394	16,461	17,662	18,868	20,081
기타	15,776	16,963	17,353	17,617	17,921
자산총계	**239,715**	**246,808**	**251,202**	**258,428**	**265,410**
유동부채	61,248	63,969	62,191	61,309	60,358
매입채무	9,090	9,411	10,085	10,567	11,132
유동금융부채	41,140	44,466	41,745	40,196	38,467
기타	11,019	10,092	10,361	10,546	10,759
비유동부채	141,202	141,476	137,376	135,396	132,913
비유동금융부채	92,944	88,352	82,592	79,197	75,475
기타	48,257	53,124	54,784	56,198	57,438
부채총계	**202,450**	**205,445**	**199,567**	**196,705**	**193,272**
지배회지분	35,845	39,915	49,643	59,181	69,101
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금및기타	16,297	16,577	17,119	17,693	18,295
이익잉여금	16,338	20,128	29,315	38,278	47,596
비지배회사지분	1,420	1,448	1,992	2,543	3,038
자본총계	**37,265**	**41,363**	**51,635**	**61,724**	**72,139**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**88,219**	**93,399**	**98,176**	**101,525**	**105,403**
영업비용	92,761	85,034	82,923	84,907	88,264
영업이익	**-4,542**	**8,365**	**15,253**	**16,618**	**17,139**
EBITDA	**8,486**	**22,358**	**29,180**	**30,911**	**31,801**
기타수익	533	477	482	528	575
기타비용	259	466	452	581	641
기타손익	23	85	315	187	198
금융수익	1,425	3,448	4,579	5,140	5,727
이자수익	430	468	424	441	475
기타	995	2,981	4,155	4,699	5,253
금융비용	5,347	7,535	7,955	8,931	9,438
이자비용	4,452	4,665	4,428	4,466	4,498
기타	895	2,870	3,527	4,466	4,941
관계/공동기업손익	613	882	676	734	790
세전이익	**-7,554**	**5,257**	**12,899**	**13,694**	**14,349**
당기순이익	**-4,716**	**3,622**	**9,238**	**9,805**	**10,270**
지배주주순이익	**-4,823**	**3,492**	**9,117**	**9,667**	**10,128**
Profitability(%)					
영업이익률	-5.1	9.0	15.5	16.4	16.3
EBITDA Margin	9.6	23.9	29.7	30.4	30.2
당기순이익률	-5.5	3.7	9.3	9.5	9.6
ROA	-2.0	1.4	3.7	3.8	3.9
ROE	-12.2	8.9	19.6	17.1	15.1
ROIC	-4.1	3.9	6.3	6.9	6.9

현금흐름표

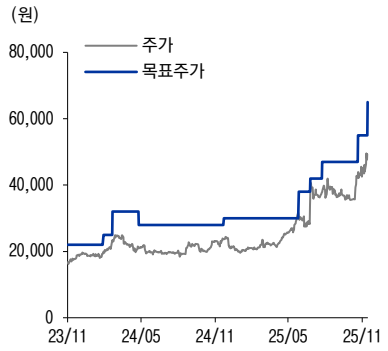
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,522**	**15,876**	**24,066**	**24,745**	**25,350**
영업 창출 현금	5,979	20,963	31,687	32,616	33,428
당기순이익	-4,716	3,622	9,238	9,805	10,270
조정사항	15,837	21,131	22,545	22,866	23,217
D&A	13,032	13,997	14,260	14,631	15,003
법인세비용	-2,838	1,635	3,661	3,889	4,080
이자비용	4,452	4,665	4,428	4,466	4,498
이자수익	-430	-468	-424	-441	-475
기타	1,620	1,302	620	321	111
자산,부채 증감	-5,142	-3,790	-95	-54	-59
법인세,이자 등	-4,457	-5,087	-7,621	-7,871	-8,077
투자활동 현금흐름	**-13,074**	**-14,093**	**-16,720**	**-20,059**	**-19,925**
유무형자산 증감	-13,673	-13,905	-16,166	-19,533	-19,300
금융자산 증감	1,247	78	106	1	-65
기타	-648	-267	-660	-527	-560
재무활동 현금흐름	**12,662**	**-3,849**	**-7,671**	**-4,904**	**-5,566**
금융부채 증감	12,119	-4,219	-8,482	-4,943	-5,451
파생상품 순정산	332	545	588	604	618
배당금 지급	-45	-127	-270	-1,061	-1,172
기타	256	-49	492	497	438
총현금흐름	**1,110**	**-2,066**	**-325**	**-218**	**-140**
외화현금 환율변동	-2	106	0	0	0
기초현금및현금성자산	3,235	4,343	2,383	2,058	1,839
기말현금및현금성자산	**4,343**	**2,383**	**2,058**	**1,839**	**1,699**

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Valuation(배)					
P/E(지배주주)	N/A	3.7	3.5	3.3	3.1
P/B	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	16.4	6.3	5.2	4.7	4.4
P/CF	1.8	0.7	1.3	1.3	1.2
Per Share Data(원)					
EPS(지배주주)	-7,512	5,439	14,202	15,058	15,777
BPS	55,837	62,177	77,331	92,187	107,640
CPS	10,380	30,635	37,637	38,631	39,580
DPS	0	213	1,435	1,596	1,748
Growth(%)					
매출액	23.8	5.9	5.1	3.4	3.8
영업이익	적자축소	흑자전환	82.4	8.9	3.1
EPS(지배주주)	적자축소	흑자전환	161.1	6.0	4.8
총자산	2.1	3.0	1.8	2.9	2.7
자기자본	-11.3	11.0	24.8	19.5	16.9
Stability(%,배)					
부채비율	543.3	496.7	386.5	318.7	267.9
유동비율	48.2	45.7	47.4	48.4	50.0
자기자본비율	15.5	16.8	20.6	23.9	27.2
영업이익/금융비용(x)	-0.8	1.1	1.9	1.9	1.8
이자보상배율(x)	-0.7	2.1	3.9	4.1	4.2
총차입금(십억원)	134,084	132,818	124,336	119,393	113,942
순차입금(십억원)	126,634	126,941	119,261	114,856	109,751

자료: 한국전력, LS증권 리서치센터

한국전력 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2023.05.15	신규	성종화			
2023.05.15	Buy	24,000	-13.8		-21.2
2023.10.04	Buy	22,000	-10.7		-17.5
2024.01.29	Buy	25,000	-7.2		-17.3
2024.02.20	Buy	32,000	-22.3		-29.2
2024.04.25	Buy	28,000	-14.5		-26.2
2024.11.22	Buy	30,000	5.7		-24.2
2025.05.27	Buy	38,000	-10.3		-22.9
2025.06.25	Buy	42,000	-3.3		-10.9
2025.07.24	Buy	47,000	-9.1		-19.5
2025.10.21	Buy	55,000	-9.9		-18.4
2025.11.14	Buy	65,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	10.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.10.1~ 2025.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)