# 유틸리티

## 긴급 점검! 37년 만에 한전 최고가

**유틸리티/건설**
Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 1. 21

**Overweight**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가(원) |
|---|---|---|
| 한국전력 | BUY | 74,000 |

### 한국전력 상장 이후 신고가 기록. 결국은 원전

한국전력이 1989년 상장 이래 최고가를 기록했다. 국내외 원전 사업에 대한 기대감이 주요 원인으로 보인다. 특히 한미정상회담, 경주APEC, 미국 원자력협력 TF를 거치며 미국 원전 사업에 대한 기대감은 나날이 커지고 있다. 실제로 한전의 주가는 Cameco(Westinghouse 모회사) 주가와 비슷한 흐름을 보여주고 있는데, 이는 원전이 한전의 주요 주가 트리거로 자리잡고 있다는 사실을 뒷받침하는 근거다

### 한미 원전 협력, 방향성은 명확. 현재 쌓아가는 단계

원전 수출 사업에서 기대되는 매출 Upside가 어마어마한 것은 사실이다. 당사는 2025년 7월 3일에 발간한 '한국이 미국에 원전을 지을 수 있을까?'를 통해, 미국 원전 수출에 성공한다면 예상할 수 있는 TAM이 연간 4기에서 12기로 확장될 것으로 보았다(약 150조원 이상의 규모). 최근 양 정부와 한전의 움직임은 미국 원전 사업 진출이라는 방향성을 더욱 더 명확히 해주고 있다. 그러나 시기에 대한 고민은 필요하다. 아직 한미 원자력협력 TF에서의 성과가 필요하며, 한전-한수원 간 원전 수출 가버넌스 갈등 문제도 남아있다. 호의적인 매크로 상황에 힘입어 미래 모멘텀을 당겨 반영한 만큼, 향후 매크로 상황이 악화될 경우 단기적인 조정이 있을 수 있다. 주가 조정 이후, 혹은 한미 원전 협력이 구체화되는 것을 관찰하고 단계적으로 접근하는 것을 권고한다.

### 4Q25 실적 Preview

4Q25 한국전력의 영업이익은 3.2조원(31.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(3.4조원)를 소폭 하회할 전망이다. 4Q25 실적은 한전보다는 한전기술과 한전KPS에 주목한다.

## 한국전력 상장 이후 신고가 기록. 결국은 원전

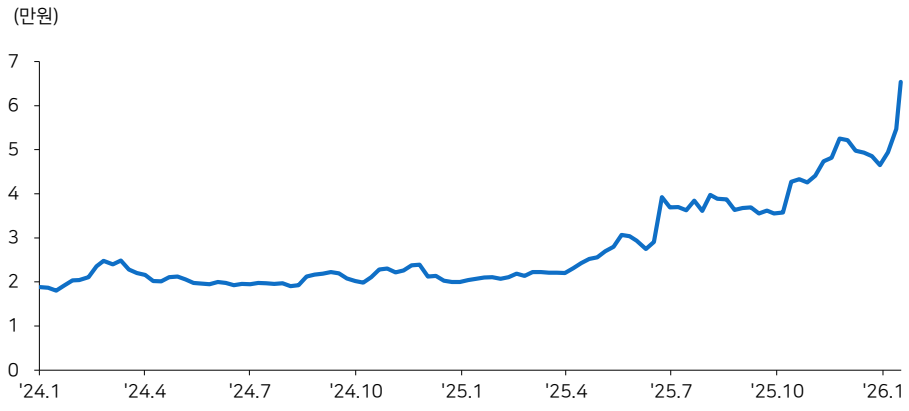
1989년 8월 10일 상장된 한국전력은 2026년 1월 20일+16% 상승하며 상장 이래 최고가인 65,400원을 기록했다. 2025년 초 대비 약 3배 상승한 셈인데, 주요 동력은 1)실적 개선(요금 인상, 원자재 가격에 실적이 후행하여 개선), 2)원전 수출 사업에 대한 기대감이다. 특히 1월 20일에는 이재명 대통령이 원전 여론조사 결과에 대해 언급하면서, 향후 국내 원전 정책에 대한 기대감이 주가 상승 모멘텀으로 작용했다.

현재 밸류에이션 수준은 어떨까? PBR은 2026년 말 기준 0.71배로 역대 최고 수준을 뛰어넘었다. 그러나 2026년 ROE(20.8%) 역시 역대 최고를 뛰어넘었기 때문에 이를 정당화할 수 있다. 다만 과거와 단순 비교는 어렵다. 배당 성향이 낮고(20% 내외), 재무구조가 불안정한 반면 원전 수출 가치가 주목받고 있는 현 상황은 전통적인 한전의 모습과 분명 다르다.

그림1 **한국전력 주가, 상장 이후 최고가**

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **2024년부터 급등한 한국전력 주가**

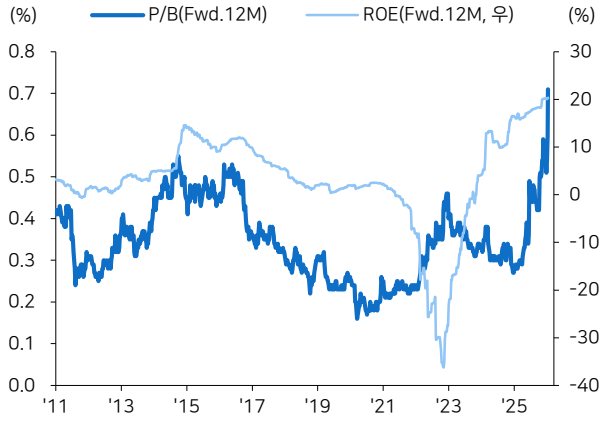



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

이러한 맥락에서 최근 한전과 미국 Cameco의 주가가 2025년 이후 밀접하게 움직이고 있다는 사실은 흥미롭다. 주가가 동행하는 이유는 두 회사 모두 한수원, Westinghouse라는 원전 EPC 자회사를 가지고 있기 때문이다. 원전이 한전의 주요 주가 트리거로 자리잡고 있다는 사실을 뒷받침하는 근거다.

그렇다면, 향후 밸류에이션 추가 상승 가능성을 짐작해보기 위해서는 ROE 상향 요소(요금 인상 등…)보다 원전 수출 사업에 더 주목해야 한다. 예를 들어, 만약 미국 원전 수출에 성공한다면 예상할 수 있는 TAM은 연간 4기에서 12기로 확장된다(약 150조원 이상의 규모). 당사가 2025년 7월 3일에 발간한 '한국이 미국에 원전을 지을 수 있을까?' 를 참고하면 좋다.

그림3 **한국전력 선행 PBR-ROE 추이**

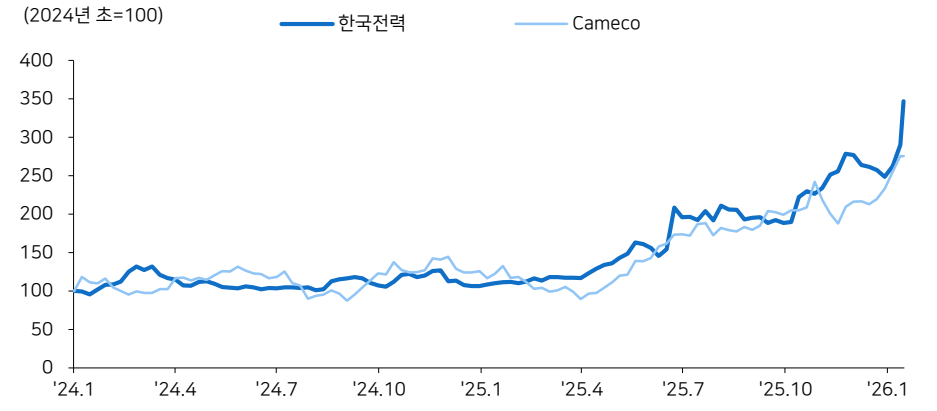



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **한국전력 주가 vs 외국인 지분율**

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 **한전 vs Cameco 주가**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 한미 원전 협력, 방향성은 명확하지만 아직 쌓아가는 단계

2025년 8월 한미정상회담, 11월 경주 APEC 회의를 거치는 동안 양국의 원전 협력에 대한 가능성이 처음 제시되었다. ‘MANUGA’라는 단어가 언론을 통해 언급되기도 했다. 그러나 한전 혹은 한수원이 미국 원전 사업에 직접 참여하는 등의 급진적인 뉴스는 없었다. 진전을 위해서는 해결해야 할 과제들이 여전히 남아있어 2026년 상반기까지 단기적인 성과는 쉽지 않다.

우선 정부 간의 대화가 마무리되어야 한다. 대미 인프라 투자의 디테일, 그리고 우라늄 농축 관련 협의가 필요하다. 특히 우라늄 농축 문제와 관련하여 '한미 원자력협력 범정부 TF'가 1월 조직되었으며, 향후 분기별로 회의를 개최할 예정이다. 언론에 따르면 1월 ‘상견례’를 마쳤으며 곧 실무 협의에 착수할 예정이다. 향후 TF의 성과를 한전의 주요 주가 변수로 지목한다. 다만 민감한 사항이니만큼 연내 합의에 이를 수 있을지는 미지수다.

또한 한전-한수원 간의 수출 가버넌스 문제가 해결되어야 한다. UAE 원전 공사비를 두고 불거진 두 회사의 갈등은, 결국 원전 수출 창구를 일원화 해야 한다는 공감대로 이어졌다. 현재 산업부 주도로 연구 용역을 1분기 내에 마무리할 예정이다. 한전과 한수원 외에 제3의 수출 기관을 신설하는 방안을 포함하여 다양한 논의를 진행 중이다. 2월 한수원 신규 사장 선임 – 9월 한전 사장 임기 만료까지 7개월 남짓한 시간이 협상의 골든 타임이 될 수 있다.

**표1 한미 원전 협력 주요 타임라인**

| 시기 | 내용 |
|---|---|
| 2025년 5월 | ▪ 미국 트럼프 정부, 현 100GW인 원전 발전용량을 2050년까지 400GW로 확대하겠다는 행정 명령 발표 |
| 2025년 8월 | ▪ 한수원 - Westinghouse 간의 불공정 계약 논란 발생. 이후 한수원 - Westinghouse 간의 JV 가능성도 언론을 통해 공개 |
| 2025년 8월 | ▪ 8월 25일 한미정상회담 개최. '마스가' 등 조선업 협력 중심. 원전 관련 내용은 크게 포함되지 않음 |
| 2025년 10월 | ▪ 10월 말 ~ 11월 초 경주 APEC 개최. Fermi 등 미국 기업과 한국 기업 간 MOU 체결. 우라늄 농축, 재처리에 협력하기로 약속 |
| 2025년 11월 | ▪ 팩트시트 공개. 우라늄 농축, 재처리에 협력하기로 문안이 다소 조정된 것으로 알려짐. 백악관 일부에서는 핵잠 건조를 통한 핵무장 우려를 제기 |
| 2025년 12월 | ▪ 한전, 원전수출을 위한 정책 컨설팅 용역 제안. AP1000, SMR 등 타 노형 사업 참여 방법 논의 |
| 2026년 1월 | ▪ 한미 원자력협력 TF 발족. 향후 국장급 회의를 분기별로 하기로 결정 |
| 2026년 2월 | ▪ 한수원 신임 사장 취임 예상 |
| 2026년 3월 | ▪ 한전-한수원 간 수출 가버넌스 조정을 위한 용역 마무리 예상 |
| 2026년 4월 | ▪ 트럼프, 중국 방문 예정. 북한과의 정상회담 가능성도 제기 |
| 2026년 5월 | ▪ 한전, 원전수출 경쟁력 제고를 위한 정책 컨설팅 용역 마무리 |
| 2026년 9월 | ▪ 한전 사장 임기 마무리 |
| 2026년 11월 | ▪ 미국 정부 중간선거 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

한편, 한전이 12월 제출한 용역 제안서를 살펴보면 흥미로운 내용을 찾을 수 있다. 한전은 APR1400 뿐만 아니라 Westinghouse의 AP1000 등 타 노형에 있어서도 사업 기회를 찾고 있으며, SMR 기업 등 미국 원전 기업에 대한 투자도 검토하는 것으로 추측된다. 시기가 불확실할 뿐 양 정부와 한국전력이 추구하는 방향성은 명확하다는 점을 확인할 수 있다. 한국전력이 미국 내 원전 EPC에 참여하는 것이다. 만약 한전이 미국 진출에 성공한다면, PBR 1.0배 이상의 밸류에이션도 꿈이 아닐 것이다. 미국 원전 기업들(Constellation Energy, Vistra Energy, Cameco 등)은 5~10배 내외의 PBR에 거래되고 있다.

한전의 미국 사업에는 명확한 방향성, 큰 상승 여력, 그러나 불확실한 시점이라는 세 가지 요소가 공존하고 있다. 일반적인 시장 상황이라면 구체적인 트리거(첫번째 미국 수주, 착공 등) 이후 미국 원전 모멘텀이 단계적으로 주가에 반영될 것이다. 그런데 최근 한국 주식 시장 전반적인 상승세에 힘입어 다소 이른 시점에 투자자들의 관심이 한전의 원전 사업에 쏠리고 있다. 거꾸로 말하면, 매크로 상황이 악화될 경우 밸류에이션 조정이 쉽게 나타날 수 있다. 한국전력에 대한 Overweight 의견은 유지하나 단기적인 원전 모멘텀 부재와 높아진 베타에는 유의해야 한다.

**표2 한국전력 원전수출 경쟁력 제고를 위한 정책 컨설팅 용역**

| 구분 | | 세부 내용 |
|---|---|---|
| 신규사업 참여전략 | 他국가 노형 참여 및 한미 원자력 협력 | ▪ 他 대형원전 노형(AP1000 등) 프로젝트 참여방안 및 한미 원자력 협력 방안 도출 |
| | SMR · 4세대원전 | ▪ SMR, 4세대원전 사업참여를 통한 수출노형 다변화 방안 도출<br>(투자 가능한 미국 원전 기업 경쟁력 분석 및 Short List 도출 등) |
| 기존 대형원전 수출추진 전략 | 해외원전 EPC사업 경쟁력 제고 | ▪ 각사의 역량, 전문성에 기반한 기능별 원전수출 협력체계 구축방안 도출<br>▪ 기능별 수출체계 추진시 단계별 리스크 및 기타 필요사항 제언<br>▪ 기능별 수출체계 운영 시 경쟁력 제고 방안 |
| | 해외원전 투자사업 경쟁력 제고 | ▪ 투자사업 추진기관 선정시 고려사항 및 최근 재원조달 트렌드를 반영한 미래지향적 투자사업 접근방식 도출 |

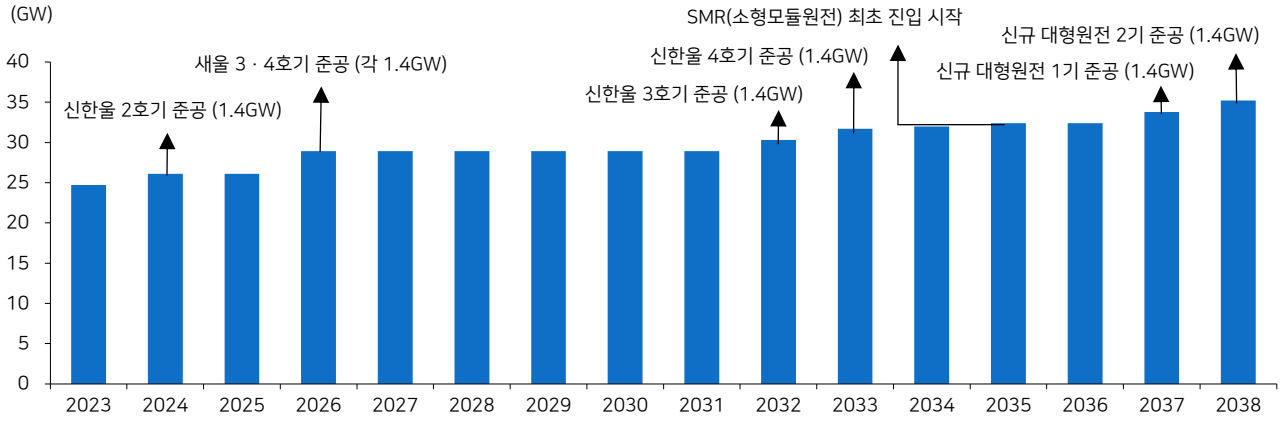
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

### 국내 시장, 원전 건설 자체보다는 정책 의지에 주목

한편, 국내에서도 신규 원전 건설에 대한 공감대가 형성되고 있다. 언론에 따르면, 1월 20일 이재명 대통령이 직접 언급한 여론 조사에서는 '원전 건설 찬성 60%대 후반, 원전 신뢰 60%대 초반'의 결과가 나왔다. 주가 상승의 기폭제가 되긴했으나, 펀더멘털을 크게 변화시킨 뉴스로 보기는 어렵다. 사실 2025년 초 11차 전기본에서 이미 신규 원전 2기 건설 계획이 확정된 바 있다. 정권 교체 이후에도 이러한 기대감이 유효하다는 사실을 확인한 정도이다.

또한 투자자들은 내수 시장의 규모가 한정적이라는 점을 염두에 둬야 한다. 신규 원전이 수십기씩 지어지긴 어렵다. 지금 신규 원전 건설을 결정하더라도 한전의 실적에 영향을 미치기 시작하기 위해서는 10년 이상의 시간이 필요하다. 원전 '이용률'은 실적에 유의미한 영향을 줄 수 있으나(당사의 모델 상 원전이용률 1%p 상승 시 영업이익 3,300억원 개선), 사실 이용률의 개선은 정부의 의지보다 계통 상황이 더 중요하다.

그림6 **11차 전기본 상 국내 신규 원전 건설 타임라인**




주: 11차 전기본 상의 계획으로서 실제와 다를 수 있음. 예를 들어 신한울 3,4호기의 준공 시점은 약 1년씩 지연
자료: 메리츠증권 리서치센터

### 4분기 실적: 한전보다는 한전기술, 한전KPS 주목

4Q25 한국전력의 영업이익은 3.2조원(31.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(3.4조원)를 소폭 하회할 전망이다. 예상보다 SMP가 낮아졌음에도 불구하고(96원, -17.9% QoQ), 원전이용률 하락(74%, -1.7%p QoQ)이 이를 상쇄했다. 이외에 해외 공사비용 및 수선비 관련 이슈가 4분기에 자주 발생하는 경향이 있기 때문에, 이에 유의해야 한다.

이를 반영한 2025년 연간 영업이익은 14.7조원(+31.2% YoY), 순이익은 9.2조원(+153% YoY)이다. DPS는 시장 예상을 소폭 상회하는 2,110원을 기대한다. 배당성향은 예상 수준(별도 기준 20%)이겠으나, 별도 순이익이 기존 예상을 상회할 것으로 예상한다.

4Q25 실적은 한전보다는 한전기술과 한전KPS에 주목한다. 먼저 한전기술의 4Q25 연결 영업이익은 323억원(+19.5% YoY)을 기록하며 컨센서스(272억원)를 상회할 전망이다. 원인은 1)계절적 성수기이다. 2)12월에 체코 두코바니 수주에 성공하면서, 그간 진행했던 용역이 매출로 인식될 전망이다. 3)정관 변경 이후 SMR 개발용역 매출을 영업이익 단에 인식할 수 있게되었다. 한전기술은 한미 원전 협력 구체화 시 기대할 수 있는 상승폭이 한전보다 큰 업체로 평가하고 있다.

한전KPS의 4Q25 연결 영업이익은 665억원(+62.3% YoY)을 기록하며 컨센서스(580억원)를 상회할 전망이다. 원인은 1)4Q25는 원전 계획 예방정비가 집중되며 매출이 기존 예상을 뛰어넘을 전망이다. 2)2025년 6월 발표된 경영평가등급에서 B등급(기존 A등급 대비 하락)을 기록하며 성과급 등 인건비가 전년 대비 하락할 가능성이 있다.

표3 한국전력 4Q25E Preview 테이블

| (십억원) | 4Q25E | 4Q24 | (% YoY) | 3Q25 | (% QoQ) | 기존 추정치 | (% diff.) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | **23,547.1** | 23,529.1 | 0.1 | 27,572.4 | -14.6 | 23,547.1 | 0.0 | 23,844.8 | -1.2 |
| 영업이익 | **3,185.2** | 2,419.1 | 31.7 | 5,651.9 | -43.6 | 3,202.8 | -0.5 | 3,376.2 | -5.7 |
| 세전이익 | **2,312.2** | 1,193.1 | 93.8 | 5,349.2 | -56.8 | 2,329.9 | -0.8 | 2,387.2 | -3.1 |
| 순이익 | **1,849.7** | 1,032.0 | 79.2 | 3,790.0 | -51.2 | 1,863.9 | -0.8 | 1,686.2 | 9.7 |
| 영업이익률(%) | **13.5** | 10.3 | | 20.5 | | 13.6 | | 14.2 | |
| 세전이익률(%) | **9.8** | 5.1 | | 19.4 | | 9.9 | | 10.0 | |
| 순이익률(%) | **7.9** | 4.4 | | 13.7 | | 7.9 | | 7.1 | |

자료: Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표4 한국기술 4Q25E Preview 테이블

| (십억원) | 4Q25E | 4Q24 | (% YoY) | 3Q25 | (% QoQ) | 기존 추정치 | (% diff.) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | **228.8** | 192.6 | 18.8 | 114.6 | 99.7 | 196.3 | 16.5 | 196.4 | 16.5 |
| 영업이익 | **32.3** | 26.6 | 21.5 | 11.9 | 171.3 | 22.0 | 46.7 | 27.2 | 18.5 |
| 세전이익 | **36.5** | 35.3 | 3.5 | 14.5 | 152.0 | 24.6 | 48.5 | 35.6 | 2.7 |
| 순이익 | **27.4** | 26.4 | 3.9 | 11.3 | 143.2 | 18.5 | 48.1 | 17.5 | 56.6 |
| 영업이익률(%) | **14.1** | 13.8 | | 10.4 | | 11.2 | | 13.9 | |
| 세전이익률(%) | **16.0** | 18.3 | | 12.6 | | 12.5 | | 18.1 | |
| 순이익률(%) | **12.0** | 13.7 | | 9.8 | | 9.4 | | 8.9 | |

자료: Quantiwise, 한국기술, 메리츠증권 리서치센터

표5 한국KPS 4Q25E Preview 테이블

| (십억원) | 4Q25E | 4Q24 | (% YoY) | 3Q25 | (% QoQ) | 기존 추정치 | (% diff.) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | **447.5** | 431.2 | 3.8 | 393.7 | 13.7 | 441.0 | 1.5 | 448.4 | -0.2 |
| 영업이익 | **66.5** | 40.9 | 62.8 | 47.4 | 40.3 | 60.2 | 10.5 | 57.3 | 16.1 |
| 세전이익 | **71.3** | 47.0 | 51.6 | 51.6 | 38.1 | 66.6 | 7.0 | 59.7 | 19.3 |
| 순이익 | **53.5** | 35.5 | 50.7 | 42.7 | 25.2 | 50.0 | 6.9 | 47.5 | 12.5 |
| 영업이익률(%) | **14.9** | 9.5 | | 12.0 | | 13.7 | | 12.8 | |
| 세전이익률(%) | **15.9** | 10.9 | | 13.1 | | 15.1 | | 13.3 | |
| 순이익률(%) | **11.9** | 8.2 | | 10.8 | | 11.3 | | 10.6 | |

자료: Quantiwise, 한국KPS, 메리츠증권 리서치센터

유틸리티/건설
Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

# 한국전력 (015760)

## 단계별로 확인될 한미 원전협력

### 4Q 영업이익은 소폭 하회, 2025년 배당은 소폭 상회

4Q25 한국전력의 영업이익은 3.2조원(31.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(3.4조원)를 소폭 하회할 전망이다. 예상보다 SMP가 낮아졌음에도 불구하고(96원, -17.9% QoQ), 원전이용률 하락(74%, -1.7%p QoQ)이 이를 상쇄했다. 이외에 해외 공사비용 및 수선비 관련 이슈가 4분기에 자주 발생하는 경향이 있기 때문에, 이에 유의해야 한다. DPS는 시장 예상을 소폭 상회하는 2,110원을 기대한다. 배당성향은 예상 수준(별도 기준 20%)이겠으나, 별도 순이익이 기존 예상을 상회할 것으로 예상한다.

### 뚜렷한 트리거 없는 상반기, 매크로 상황이 중요

뚜렷한 트리거 없이도 원전 수출 사업에 대한 가치가 연일 재평가 받으며 주가 상승을 견인하고 있다. 다만 상반기에는 정부 간의 협상 및 한전-한수원 간 수출 가버넌스 조정이 필요한 탓에 눈에 보이는 성과는 어렵다. 주식 시장 전반의 위험 선호 심리에 따라 주가 흐름이 갈릴 가능성이 높다. 하반기에는 미국 원전 사업 관련 구체적인 소식이 들려오기를 기대한다. 한편, 2026년 말 베트남 원전 사업자 선정이 이뤄질 예정이며, 4Q26에는 전기 요금 인상에 대한 기대감도 다시 가질 수 있어 연말로 갈수록 모멘텀이 강화될 전망이다.

### 지금까지는 ROE로만 설명 가능했지만, 이제 원전이 필요

투자의견 Buy를 유지, 적정주가를 74,000원으로 +19% 상향한다. PBR 밸류에이션 방법을 유지하되, Peer 밸류에이션으로 전환했다(유틸리티, 원전 밸류체인을 각각 5대 5로 반영). 미국 원전 밸류체인이 PER 30~70배, PBR 5~10배 내외에서 거래되는 점을 생각하면 여전히 잠재적인 업사이드는 풍부하다. 다만 한미 원전 협력은 다양한 이해관계가 얽혀있어 진행 속도가 투자자들의 기대에 부응하지 못할 리스크가 있다. 구체화되는 것을 관찰하고 접근하는 것을 권고한다.

Meritz Research 2026. 1. 21

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|---|---|
| 적정주가 (12 개월) | 74,000 원 |
| 현재주가 (1.20) | 65,400 원 |
| 상승여력 | 13.1% |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 4,885.75pt |
| 시가총액 | 419,845억원 |
| 발행주식수 | 64,196만주 |
| 유동주식비율 | 45.21% |
| 외국인비중 | 23.74% |
| 52주 최고/최저가 | 65,400원/20,650 |
| 평균거래대금 | 2,342.1억원 |

**주요주주(%)**

| | |
|---|---|
| 한국산업은행 외 1 인 | 51.11 |
| 국민연금공단 | 7.90 |

| 주가상승률 (%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 32.7 | 80.4 | 215.2 |
| 상대주가 | 9.2 | 17.7 | 62.6 |

**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 | 97,293.6 | 14,726.6 | 9,051.8 | 14,100 | 159.2 | 75,370 | 3.3 | 0.6 | 5.4 | 20.5 | 401.9 |
| 2026E | 95,755.9 | 19,327.9 | 12,132.5 | 18,899 | 34.0 | 92,159 | 3.5 | 0.7 | 4.6 | 22.6 | 328.9 |
| 2027E | 96,451.6 | 20,048.2 | 12,986.0 | 20,229 | 7.0 | 109,667 | 3.2 | 0.6 | 4.2 | 20.0 | 272.5 |
| 2028E | 97,152.3 | 19,819.8 | 13,073.0 | 20,364 | 0.7 | 127,181 | 3.2 | 0.5 | 1.8 | 17.2 | 201.2 |

표6 한국전력 4Q25E Preview 테이블

| (십억원) | 4Q25E | 4Q24 | (% YoY) | 3Q25 | (% QoQ) | 기존 추정치 | (% diff.) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | **23,547.1** | 23,529.1 | 0.1 | 27,572.4 | -14.6 | 23,547.1 | 0.0 | 23,844.8 | -1.2 |
| 영업이익 | **3,185.2** | 2,419.1 | 31.7 | 5,651.9 | -43.6 | 3,202.8 | -0.5 | 3,376.2 | -5.7 |
| 세전이익 | **2,312.2** | 1,193.1 | 93.8 | 5,349.2 | -56.8 | 2,329.9 | -0.8 | 2,387.2 | -3.1 |
| 순이익 | **1,849.7** | 1,032.0 | 79.2 | 3,790.0 | -51.2 | 1,863.9 | -0.8 | 1,686.2 | 9.7 |
| 영업이익률(%) | **13.5** | 10.3 | | 20.5 | | 13.6 | | 14.2 | |
| 세전이익률(%) | **9.8** | 5.1 | | 19.4 | | 9.9 | | 10.0 | |
| 순이익률(%) | **7.9** | 4.4 | | 13.7 | | 7.9 | | 7.1 | |

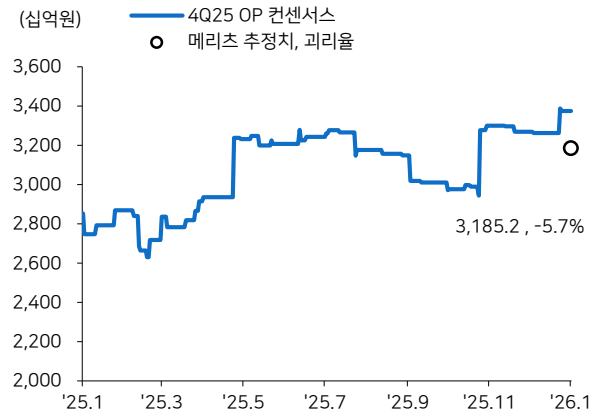
자료: Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표7 한국전력 2025년 · 2026년 실적 추정치 변경

| | 2025E | | | 2026E | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (십억원) | 신규 추정치 | 기존 추정치 | (% diff.) | 신규 추정치 | 기존 추정치 | (% diff.) |
| 매출액 | **97,293.6** | 97,293.6 | 0.0 | **95,755.9** | 95,755.9 | 0.0 |
| 영업이익 | **14,726.6** | 14,744.2 | -0.1 | **19,658.9** | 18,748.3 | 4.9 |
| 세전이익 | **12,558.4** | 12,576.1 | -0.1 | **17,234.5** | 16,277.5 | 5.9 |
| 순이익 | **9,051.8** | 9,065.8 | -0.2 | **12,370.1** | 11,683.2 | 5.9 |
| 영업이익률(%) | **15.1** | 15.2 | | **20.5** | 19.6 | |
| 세전이익률(%) | **12.9** | 12.9 | | **18.0** | 17.0 | |
| 순이익률(%) | **9.3** | 9.3 | | **12.9** | 12.2 | |

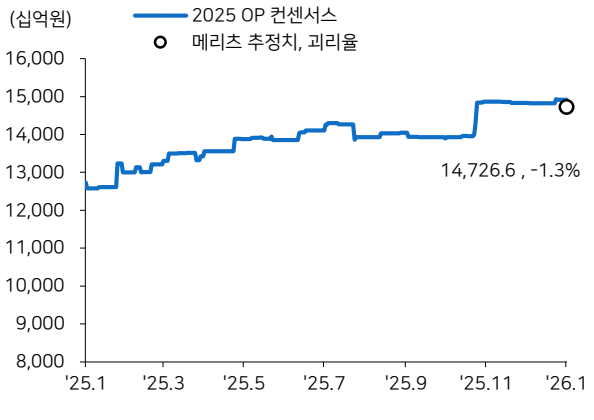
자료: Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

그림7 4Q25E 영업이익, 컨센서스 -5.7% 하회 전망




자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2025E 영업이익, 컨센서스 -1.3% 하회 전망




자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표8 **한국전력 적정주가 산출**

| 구분 | 적용값 | 내용 |
|---|---|---|
| 예상 BPS (원) | 92,159 | 2026년 말 기준 |
| 적정 PBR (배) | 0.80 | 유틸리티 Peer 그룹의 평균 PBR(0.39배)과 원전 Peer 그룹의 평균 PB(1.21배)를 5대 5의 비율로 평균. 5대5의 비율은 한전과 한수원의 자본 총계 비율 |
| **적정주가 (원)** | **74,000** | |
| 현재주가 (원) | 65,400 | |
| 상승여력 (%) | 13.1 | |

주: 유틸리티 Peer 그룹에는 한국가스공사, 지역난방공사, HDC, SK가스
원전 Peer 그룹에는 현대건설, 대우건설, 한전KPS 선정

자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025 E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **주요 가정** | | | | | | | | | | | | |
| 두바이유(달러/배럴) | 76.9 | 66.9 | 70.1 | 63.8 | 61.0 | 62.0 | 64.0 | 64.0 | 79.6 | 69.4 | 62.8 | 62.3 |
| 원/달러 환율 | 1,452.8 | 1,401.9 | 1,385.6 | 1,449.5 | 1,440.0 | 1,400.0 | 1,420.0 | 1,425.0 | 1,363.4 | 1,422.4 | 1,421.3 | 1,425.0 |
| SMP(원/kWh) | 115.5 | 122.7 | 116.9 | 96.0 | 107.0 | 103.3 | 101.9 | 97.7 | 127.8 | 112.8 | 102.5 | 101.1 |
| 석탄 발전단가(원/kWh) | 79.1 | 74.7 | 66.3 | 64.0 | 68.7 | 66.6 | 62.9 | 63.4 | 77.0 | 71.0 | 65.4 | 64.6 |
| LNG 발전단가(원/kWh) | 208.3 | 190.4 | 170.3 | 166.0 | 177.0 | 173.3 | 171.9 | 167.7 | 194.0 | 183.7 | 172.5 | 171.1 |
| 원전이용률(%) | 92.4 | 82.4 | 75.7 | 74.0 | 79.0 | 85.0 | 87.0 | 87.0 | 83.8 | 81.1 | 84.6 | 87.0 |
| 석탄이용률(%) | 40.7 | 37.8 | 69.1 | 45.7 | 45.7 | 34.8 | 66.1 | 42.7 | 49.4 | 48.4 | 47.4 | 43.4 |
| 전력 판매단가(원/kWh) | 169.5 | 165.4 | 175.6 | 169.2 | 169.2 | 165.1 | 175.3 | 168.8 | 162.8 | 169.9 | 169.6 | 169.6 |
| **실적 전망** | | | | | | | | | | | | |
| **연결 매출** | **24,224.0** | **21,950.1** | **27,572.4** | **23,547.1** | **23,806.3** | **21,555.4** | **27,281.1** | **23,113.0** | **93,398.9** | **97,293.6** | **95,755.9** | **96,451.5** |
| 매출액증가율(% YoY) | 4.0 | 7.2 | 5.6 | 0.1 | -1.7 | -1.8 | -1.1 | -1.8 | 5.9 | 4.2 | -1.6 | 0.7 |
| 매출원가 | 19,756.9 | 19,019.5 | 21,133.1 | 19,436.2 | 19,295.9 | 16,957.6 | 18,787.7 | 18,083.9 | 81,964.2 | 79,345.8 | 73,125.1 | 72,978.2 |
| 연료비 | 5,010.0 | 4,315.2 | 5,500.8 | 4,273.9 | 4,623.5 | 3,703.3 | 4,929.3 | 3,852.0 | 22,537.8 | 19,099.9 | 17,108.0 | 16,314.7 |
| 구입전력비 | 8,756.8 | 8,601.0 | 9,248.5 | 7,412.9 | 8,617.9 | 6,952.9 | 7,286.4 | 6,309.3 | 34,659.9 | 34,019.2 | 29,166.5 | 29,094.6 |
| 감가상각비 | 3,453.6 | 3,378.6 | 3,387.8 | 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 | 1,423.3 | 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 | 1,572.7 | 2,486.0 | 1,202.2 | 1,254.4 | 1,604.1 | 2,535.7 | 5,218.5 | 6,467.0 | 6,596.4 | 6,728.3 |
| 매출총이익 | 4,467.0 | 2,930.6 | 6,439.3 | 4,110.9 | 4,510.4 | 4,597.8 | 8,493.5 | 5,029.1 | 11,434.7 | 17,947.8 | 22,630.8 | 23,473.3 |
| 매출총이익률(%) | 18.4 | 13.4 | 23.4 | 17.5 | 18.9 | 21.3 | 31.1 | 21.8 | 12.2 | 18.4 | 23.6 | 24.3 |
| 판관비 | 713.4 | 794.7 | 787.4 | 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 | 4.1 | 3.3 | 3.3 | 3.4 | 3.6 |
| **영업이익** | **3,753.6** | **2,135.9** | **5,651.9** | **3,185.2** | **3,773.5** | **3,780.2** | **7,683.1** | **4,091.1** | **8,364.7** | **14,726.6** | **19,327.9** | **20,048.2** |
| 영업이익 성장률(%YoY) | 188.9 | 70.8 | 66.4 | 31.7 | 0.5 | 77.0 | 35.9 | 28.4 | 흑전 | 76.1 | 31.2 | 3.7 |
| 영업이익률(%) | 15.5 | 9.7 | 20.5 | 13.5 | 15.9 | 17.5 | 28.2 | 17.7 | 9.0 | 15.1 | 20.2 | 20.8 |
| 금융손익 | -818.4 | -677.7 | -834.2 | -904.9 | -870.2 | -861.9 | -749.2 | -667.8 | -4,087.1 | -3,235.2 | -3,149.1 | -2,651.1 |
| 기타손익 | 171.5 | 38.8 | 293.8 | -100.9 | 17.8 | 67.4 | -32.2 | -5.4 | 96.6 | 403.1 | 47.5 | 4.9 |
| 종속,관계기업 관련 손익 | 125.1 | 168.3 | 237.7 | 132.7 | 127.6 | 171.6 | 242.5 | 135.4 | 882.3 | 663.8 | 677.1 | 690.7 |
| **세전이익** | **3,231.9** | **1,665.2** | **5,349.2** | **2,312.2** | **3,048.7** | **3,157.2** | **7,144.2** | **3,553.4** | **5,256.5** | **12,558.4** | **16,903.4** | **18,092.6** |
| **연결 당기순이익** | **2,361.7** | **1,176.4** | **3,790.0** | **1,849.7** | **2,210.3** | **2,289.0** | **5,179.5** | **2,576.2** | **3,622.0** | **9,177.8** | **12,255.0** | **13,117.2** |
| 당기순이익률(%) | 9.7 | 5.4 | 13.7 | 7.9 | 9.3 | 10.6 | 19.0 | 11.1 | 3.9 | 9.4 | 12.8 | 13.6 |
| 순이익성장률(% YoY) | 296.3 | 928.1 | 101.6 | 79.2 | -6.4 | 94.6 | 36.7 | 39.3 | 흑전 | 153.4 | 33.5 | 7.0 |
| 지배주주 순이익 | 2,328.2 | 1,136.7 | 3,755.6 | 1,831.2 | 2,188.2 | 2,266.1 | 5,127.7 | 2,550.5 | 3,491.7 | 9,051.8 | 12,132.5 | 12,986.0 |

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

# 한국전력 (015760)

## Income Statement

| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **93,398.9** | **97,293.6** | **95,755.9** | **96,451.6** | **97,152.3** |
| 매출액증가율(%) | 5.9 | 4.2 | -1.6 | 0.7 | 0.7 |
| 매출원가 | 81,964.2 | 79,345.8 | 73,125.1 | 72,978.2 | 73,508.4 |
| 매출총이익 | 11,434.7 | 17,947.8 | 22,630.8 | 23,473.3 | 23,643.9 |
| 판매관리비 | 3,070.0 | 3,221.2 | 3,302.9 | 3,425.1 | 3,824.1 |
| **영업이익** | **8,364.7** | **14,726.6** | **19,327.9** | **20,048.2** | **19,819.8** |
| 영업이익률(%) | 9.0 | 15.1 | 20.2 | 20.8 | 20.4 |
| 금융손익 | -4,087.1 | -3,235.2 | -3,149.1 | -2,651.1 | -1,654.5 |
| 종속/관계기업손익 | 882.3 | 663.8 | 677.1 | 690.7 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 96.6 | 403.2 | 47.6 | 4.9 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 5,256.5 | 12,558.4 | 16,903.5 | 18,092.7 | 18,165.3 |
| 법인세비용 | 1,634.6 | 3,380.6 | 4,648.5 | 4,975.5 | 4,960.3 |
| **당기순이익** | **3,622.0** | **9,177.8** | **12,255.0** | **13,117.2** | **13,205.0** |
| 지배주주지분 순이익 | 3,491.7 | 9,051.8 | 12,132.5 | 12,986.0 | 13,073.0 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **15,876.1** | **23,902.8** | **28,829.1** | **31,397.6** | **49,597.3** |
| 당기순이익(손실) | 3,622.0 | 9,177.8 | 12,255.0 | 13,117.2 | 13,205.0 |
| 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 | -1,337.7 | 2,140.9 | 3,358.6 | 394.9 |
| **투자활동 현금흐름** | **-14,093.1** | **-16,270.4** | **-17,721.3** | **-19,267.4** | **-118.8** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -14,216.0 | -15,832.4 | -17,704.2 | -19,881.8 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -3,023.2 | -188.0 | 273.6 | -93.7 | -106.5 |
| **재무활동 현금흐름** | **-3,849.3** | **-5,125.0** | **-3,484.2** | **-8,371.2** | **-30,728.2** |
| 차입금의 증감 | -1,374.3 | -6,183.3 | -2,129.6 | -6,625.1 | -28,898.6 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 4.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -1,959.9 | 2,571.7 | 7,623.6 | 3,758.9 | 18,750.3 |
| 기초현금 | 4,342.9 | 2,383.0 | 4,954.7 | 12,578.3 | 16,337.2 |
| 기말현금 | 2,383.0 | 4,954.7 | 12,578.3 | 16,337.2 | 35,087.6 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 29,255.2 | 28,127.0 | 35,399.8 | 38,275.2 | 57,182.6 |
| 현금및현금성자산 | 2,383.0 | 4,954.7 | 12,578.3 | 16,337.2 | 35,087.6 |
| 매출채권 | 11,099.2 | 9,387.4 | 9,214.4 | 9,273.6 | 9,341.0 |
| 재고자산 | 9,769.2 | 8,439.5 | 8,284.0 | 8,337.2 | 8,397.8 |
| 비유동자산 | 217,552.6 | 220,830.7 | 224,097.7 | 229,454.3 | 193,563.3 |
| 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 | 16,391.6 | 16,118.0 | 16,211.7 | 16,318.2 |
| **자산총계** | **246,807.8** | **248,957.7** | **259,497.6** | **267,729.5** | **250,745.9** |
| 유동부채 | 63,968.8 | 63,330.8 | 61,797.3 | 59,279.2 | 30,499.9 |
| 매입채무 | 4,494.5 | 3,258.5 | 3,198.4 | 3,219.0 | 3,242.4 |
| 단기차입금 | 9,122.8 | 11,988.4 | 13,425.4 | 13,341.4 | 13,341.4 |
| 유동성장기부채 | 35,319.2 | 34,098.7 | 31,446.1 | 28,903.1 | 0.0 |
| 비유동부채 | 141,476.2 | 136,025.8 | 137,198.7 | 136,577.7 | 136,998.1 |
| 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** | **199,356.6** | **198,996.0** | **195,856.9** | **167,497.9** |
| 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 | 28,938.6 | 39,716.5 | 50,956.3 | 62,199.7 |
| 비지배주주지분 | 1,447.6 | 1,216.3 | 1,338.9 | 1,470.0 | 1,602.1 |
| **자본총계** | **41,362.8** | **49,601.1** | **60,501.5** | **71,872.6** | **83,248.0** |

## Key Financial Data

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 145,489 | 151,556 | 149,161 | 150,245 | 151,336 |
| EPS(지배주주) | 5,439 | 14,100 | 18,899 | 20,229 | 20,364 |
| CFPS | 38,559 | 48,464 | 53,714 | 55,557 | 86,948 |
| EBITDAPS | 34,834 | 44,754 | 52,590 | 54,473 | 86,948 |
| BPS | 62,177 | 75,370 | 92,159 | 109,667 | 127,181 |
| DPS | 213 | 2,110 | 2,720 | 2,850 | 2,850 |
| 배당수익률(%) | 1.1 | 4.5 | 4.2 | 4.4 | 4.4 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 3.7 | 3.3 | 3.5 | 3.2 | 3.2 |
| PCR | 0.5 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 0.8 |
| 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 | 28,730.5 | 33,761.1 | 34,970.0 | 55,817.2 |
| EV/EBITDA | 6.5 | 5.4 | 4.6 | 4.2 | 1.8 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 9.2 | 20.5 | 22.6 | 20.0 | 17.2 |
| EBITDA 이익률 | 23.9 | 29.5 | 35.3 | 36.3 | 57.5 |
| 부채비율 | 496.7 | 401.9 | 328.9 | 272.5 | 201.2 |
| 금융비용부담률 | 5.0 | 4.5 | 3.9 | 3.6 | 3.1 |
| 이자보상배율(x) | 1.8 | 3.4 | 5.1 | 5.7 | 6.6 |
| 매출채권회전율(x) | 8.4 | 9.5 | 10.3 | 10.4 | 10.4 |
| 재고자산회전율(x) | 10.0 | 10.7 | 11.5 | 11.6 | 11.6 |

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

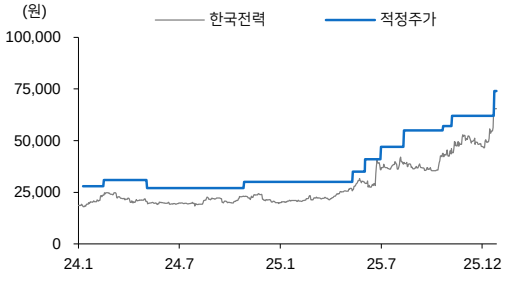
### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 86.1% |
| 중립 | 13.3% |
| 매도 | 0.6% |

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

### 한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2024.01.19 | 기업브리프 | Buy | 28,000 | 문경원 | -26.5 | -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 | -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 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이