한국전력 (015760)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

이제는 보는 시각이 달라졌다.

BUY **TP 82,000원**

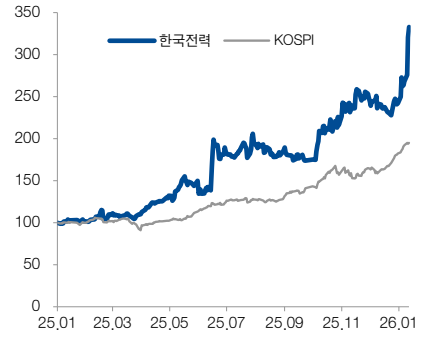
현재주가 (1/21)	67,900원
상승여력	20.8%
시가총액	43,589십억원
발행주식수	641,964천주
자본금/액면가	3,210십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	67,900원/20,650원
일평균 거래대금 (60일)	246십억원
외국인 지분율	23.74%
주요주주 지분율	
한국산업은행외 1 인	51.11%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	37.7	54.8	82.8
상대주가(%p)	12.8	20.6	19.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	11,691	13,108	29,000
After	14,048	17,295	82,000
Consensus	13,907	17,180	
Cons. 차이	1.0%	0.7%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: Fnguide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 에너지 가격 하향 안정화 및 전력 Mix 개선으로 '26년 역시 실적 강세 이어질 것. 이로 인한 재무구조 개선 기대 유효. 여전히 우크라이나 전쟁 전 대비 순차입금 약 60조원 높은 상황. 호실적이 지속되어야 할 이유 있음
- 핵연료 사후처리 등 한미 원전 협력 강화에 따라 한국 원전 Value Chain에 긍정적인 변화 지속. 중장기 성장성 기대 높아질 전망. 목표주가 29,000원에서 82,000원으로 상향 및 투자의견 Buy 유지

주요이슈 및 실적전망

- 4Q25 실적은 매출액 24.7조원(+5.1% yoy, -10.3% qoq), 영업이익 3.4조원(+43.6% yoy, -38.5% qoq) 기록하여 컨센서스 수준 양호한 실적 전망. 다만, 한수원 충당부채 설정액 등 변수는 있을 것
- '26년 실적은 매출액 98.6조원(+0.1% yoy), 영업이익 19.2조원(+27.7% yoy), OPM 19.4%를 기록하여 영업이익은 컨센서스를 상회할 것으로 전망. 낮아진 유가에 후행하여 SMP는 상반기 중 낮은 수준을 유지할 전망이며, 고리 2호기 재가동, 하반기 새울 3호기 등 신규 원전 가동으로 전력 Mix 개선도 실적 호조 요인
- 전력 요금이 높은 수준을 유지하며 산업용 전기 수요에 우려 있지만, 반도체 시황 호조 장기화로 일정 부분 방어가 가능할 전망
- 정부의 원전에 대한 우호적 기조 및 한미 원자력 협력 등 성장 기대감 높아질 것

주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 기존 29,000원에서 82,000원으로 상향. 기존 목표주가는 한국전력 실적 개선 Cycle이었던 '14~'16 평균 P/B multiple 0.47x를 '24년 기준 Trailing BPS 62,177원에 적용하여 산출. 본격적인 이익 체력 회복구간임을 반영. 신규 목표주가는 '26년 추정 EBITDA 33.05조원에 Target EV/EBITDA multiple 5.1x 적용. 이는 '25년 평균 Multiple임. 과거 한국전력 가치의 주된 관심사는 청산가치였으나, 호실적이 장기화되고, 전력 시장의 장기 성장성 및 원전 산업 내 성장성 확보 기대감이 높아짐에 따라 실적 기준 Multiple을 적용하는 것이 적절하다는 판단. '25년은 이러한 변화가 시작된 원년으로 평가할 수 있는 시기이기 때문에, 이 시기의 Multiple을 적용. 주가 호조 이어질 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	88,219	-4,542	-4,823	8,491	-7,512	적지	NA	0.3	16.6	-12.6	0.0
2024	93,399	8,365	3,492	22,362	5,439	흑전	3.7	0.3	6.3	9.2	1.1
2025F	98,481	15,015	9,018	28,972	14,048	158.3	3.4	0.6	5.4	20.4	1.1
2026F	98,610	19,174	11,103	33,052	17,295	23.1	3.8	0.7	4.8	20.7	0.8
2027F	99,596	18,982	11,239	33,061	17,507	1.2	3.7	0.6	4.5	17.4	0.8

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국전력 분기 실적 요약 및 추정 변경 (단위: 십억원)

	신규 추정			증감률		기존 추정		컨센서스	
	4Q25F	4Q24	3Q25	(YoY)	(QoQ)	4Q25F	대비	4Q25F	대비
매출액	24,734.6	23,529.1	27,572.4	5.1%	-10.3%	24,588.4	0.6%	23,844.8	3.7%
영업이익	3,473.5	2,419.1	5,651.9	43.6%	-38.5%	3,426.4	1.4%	3,376.2	2.9%
영업이익률	14.0%	10.3%	20.5%	3.8%p	-6.5%p	13.9%	0.1%p	14.2%	-0.1%p
세전이익	2,410.6	1,193.1	5,349.2	102.0%	-54.9%	2,458.3	-1.9%	2,387.2	1.0%
지배지분순이익	1,797.9	1,015.8	3,755.6	77.0%	-52.1%	1,814.1	-0.9%	1,686.2	6.6%

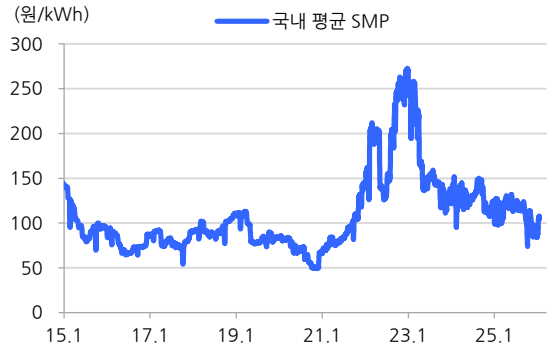
자료: 한국전력, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 한국전력 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	2025F					2026F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	98,481.1	98,558.6	-0.1%	97,591.2	0.9%	98,609.8	100,799.8	-2.2%	99,356.4	-0.8%
영업이익	15,014.9	14,981.1	0.2%	14,917.6	0.7%	19,173.6	15,810.7	21.3%	17,893.9	7.2%
영업이익률	15.2%	15.2%	0.0%p	15.3%	0.0%p	19.4%	15.7%	3.8%p	18.0%	1.4%p
지배지분순이익	9,018.5	7,505.4	20.2%	8,928.1	1.0%	11,102.8	8,415.0	31.9%	11,029.2	0.7%

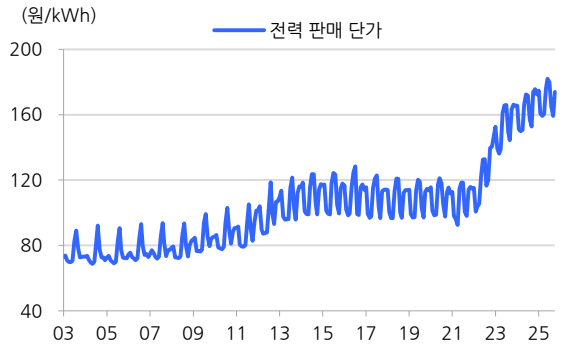
자료: 한국전력, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 SMP 추이



자료 : EPSIS, 현대차증권

〈그림2〉 평균 전력 판매 단가 추이



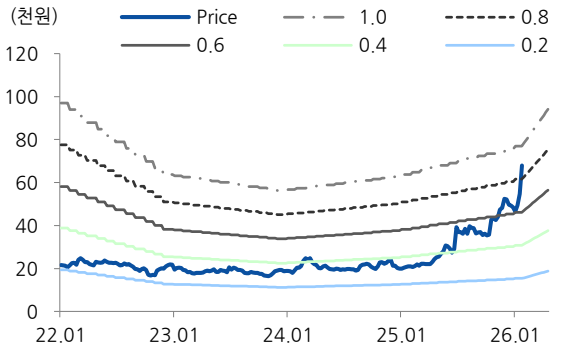
자료 : KEPCO, 현대차증권

〈그림3〉 한국전력 밸류에이션 차트

		단위	비고
EBITDA	33,052.4	(십억원)	
Target Multiple	5.1	(X)	25년 평균
EV	168,567.0	(십억원)	
순차입금	115,754.1	(십억원)	'26년 추정
적정 시가총액	52,812.9	(십억원)	
발행주식수	641,964.1	(천주)	
주당가치	82,267.7	(원)	TP: 82,000원

자료 : 한국전력, 현대차증권

〈그림4〉 P/B Band Chart



자료 : Fnguide, 현대차증권

〈표3〉 한국전력 상세실적 전망 (단위: 십억원, GWh, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	24,132	24,224	21,950	27,572	24,735	94,001	98,481	98,610
전력판매수입	22,165	19,544	25,019	22,162	23,211	20,946	26,474	22,618	88,890	93,250	93,257
전력판매량 (GWh)	141,696	126,787	149,900	131,438	141,018	127,341	151,507	132,752	549,821	552,618	560,055
LNG	11,234	10,000	15,183	9,778	10,473	8,653	9,562	10,251	46,196	38,939	40,029
석탄	36,676	29,563	43,162	31,403	28,597	26,895	49,709	29,965	140,805	135,166	132,290
원자력	45,266	45,716	47,839	49,932	51,990	46,882	43,554	49,356	188,753	191,782	198,621
YoY(%)	-1.1%	0.0%	3.3%	0.4%	-0.5%	0.4%	1.1%	1.0%	0.7%	0.5%	1.5%
전력판매 단가 (원/kwh)	160.9	155.7	167.1	167.4	160.9	165.4	175.6	167.9	162.9	169.8	669.7
한전발전 Mix											
원자력	46.4%	51.3%	43.3%	52.5%	54.7%	54.4%	40.8%	52.8%	48.1%	50.3%	51.2%
석탄	37.6%	33.2%	39.0%	33.0%	30.1%	31.2%	46.6%	32.1%	35.9%	35.4%	34.1%
LNG	11.5%	11.2%	13.7%	10.3%	11.0%	10.0%	9.0%	11.0%	11.8%	10.2%	10.3%
기타	4.4%	4.2%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	3.7%	4.2%	4.2%	4.1%	4.3%
영업비용	21,993	19,223	22,707	21,728	20,470	19,814	21,921	21,261	85,652	83,466	79,436
전력구입비	9,203	7,970	9,647	7,841	8,757	8,601	9,249	7,109	34,660	33,716	29,835
연료비	6,160	4,756	6,725	4,897	5,010	4,315	5,501	4,302	22,538	19,128	17,989
석탄	3,133	2,447	3,442	2,653	2,462	2,210	3,495	2,326	11,676	10,494	10,108
LNG	2,219	1,705	2,528	1,705	1,884	1,517	1,447	1,479	8,156	6,327	5,903
수선유지비	734	771	689	1,296	557	732	776	1,425	3,489	3,490	3,658
감가상각비	2,809	2,843	2,884	2,866	2,951	2,927	2,956	2,901	11,401	11,736	11,788
기타	3,088	2,883	2,764	4,830	3,196	3,239	3,439	5,523	13,565	15,397	16,167
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,403	3,754	2,136	5,652	3,473	8,349	15,015	19,174
OPM(%)	5.6%	6.1%	13.0%	10.0%	15.5%	9.7%	20.5%	14.0%	8.9%	15.2%	19.4%
YoY(%)	흑전	흑전	70.1%	27.5%	188.9%	70.8%	66.4%	44.5%	흑전	79.8%	27.7%
세전이익	349	2,977	1,193	3,232	5,349	2,411	3,566	2,966	7,751	12,657	15,304
지배주주순이익	561	65	1,849	1,016	2,328	1,137	3,756	1,798	3,492	9,018	11,103
NPM	2.4%	0.3%	7.1%	4.2%	9.6%	5.2%	13.6%	7.3%	3.7%	9.2%	11.3%

자료 : 한국전력, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	88,219	93,399	98,481	98,610	99,596
증가율 (%)	23.8	5.9	5.4	0.1	1.0
매출원가	89,700	81,964	80,464	76,620	77,770
매출원가율 (%)	101.7	87.8	81.7	77.7	78.1
매출총이익	-1,480	11,435	18,017	21,990	21,826
매출이익률 (%)	-1.7	12.2	18.3	22.3	21.9
증가율 (%)	적지	흑전	57.6	22.1	-0.7
판매관리비	3,062	3,070	3,002	2,816	2,844
판관비율(%)	3.5	3.3	3.0	2.9	2.9
EBITDA	8,491	22,362	28,972	33,052	33,061
EBITDA 이익률 (%)	9.6	23.9	29.4	33.5	33.2
증가율 (%)	흑전	163.4	29.6	14.1	0.0
영업이익	-4,542	8,365	15,015	19,174	18,982
영업이익률 (%)	-5.1	9.0	15.2	19.4	19.1
증가율 (%)	적지	흑전	79.5	27.7	-1.0
영업외손익	-3,625	-3,990	-2,889	-4,032	-3,656
금융수익	1,425	3,448	2,005	631	697
금융비용	5,347	7,535	5,398	4,663	4,353
기타영업외손익	297	97	504	0	0
종속/관계기업관련손익	613	882	531	0	0
세전계속사업이익	-7,554	5,257	12,657	15,141	15,327
세전계속사업이익률	-8.6	5.6	12.9	15.4	15.4
증가율 (%)	적지	흑전	140.8	19.6	1.2
법인세비용	-2,838	1,635	3,514	3,937	3,985
계속사업이익	-4,716	3,622	9,142	11,205	11,342
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4,716	3,622	9,142	11,205	11,342
당기순이익률 (%)	-5.3	3.9	9.3	11.4	11.4
증가율 (%)	적지	흑전	152.4	22.6	1.2
지배주주지분 순이익	-4,823	3,492	9,018	11,103	11,239
비지배주주지분 순이익	106	130	124	102	103
기타포괄이익	-229	629	-479	0	0
총포괄이익	-4,945	4,251	8,663	11,205	11,342

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,536	29,255	30,712	33,527	36,774
현금성자산	4,343	2,383	1,991	4,936	5,782
단기투자자산	1,097	2,106	2,072	2,072	4,145
매출채권	11,010	11,099	11,272	11,144	11,255
재고자산	8,876	9,769	10,086	9,972	10,072
기타유동자산	2,128	2,420	2,773	2,886	3,003
비유동자산	210,179	217,553	219,776	222,003	224,033
유형자산	179,876	182,983	184,478	186,721	188,748
무형자산	1,133	1,146	1,052	931	824
투자자산	13,209	16,232	17,239	17,344	17,453
기타비유동자산	15,961	17,192	17,007	17,007	17,008
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	239,715	246,808	250,489	255,530	260,806
유동부채	61,248	63,969	65,187	61,967	57,159
단기차입금	10,667	9,123	10,988	7,988	2,988
매입채무	4,341	4,495	4,630	4,578	4,624
유동성장기부채	30,454	35,319	34,791	34,791	34,791
기타유동부채	15,786	15,032	14,778	14,610	14,756
비유동부채	141,202	141,476	135,736	133,114	132,209
사채	89,118	84,973	81,467	78,467	76,467
장기차입금	3,393	3,119	3,232	3,232	3,232
장기금융부채	434	261	278	278	278
기타비유동부채	48,257	53,123	50,759	51,137	52,232
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	202,450	205,445	200,923	195,081	189,368
지배주주지분	35,845	39,915	48,352	59,133	70,019
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,449	2,449	2,449
자본조정 등	13,295	12,709	12,709	12,709	12,709
기타포괄이익누계액	557	1,424	1,078	1,078	1,078
이익잉여금	16,338	20,128	28,905	39,687	50,573
비지배주주지분	1,420	1,448	1,214	1,316	1,419
자본총계	37,265	41,363	49,566	60,449	71,438

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	1,522	15,876	17,832	25,377	26,375
당기순이익	-4,716	3,622	9,142	11,205	11,342
유형자산 상각비	12,869	13,834	13,805	13,757	13,973
무형자산 상각비	163	164	152	122	106
외환손익	364	2,367	-740	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,142	-3,790	-7,326	293	954
기타	-2,016	-321	2,799	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-13,074	-14,093	-16,759	-16,105	-18,181
투자자산의 감소(증가)	-817	-2,275	-1,327	-105	-109
유형자산의 감소	310	403	312	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13,908	-14,216	-13,920	-16,000	-16,000
기타	1,341	1,995	-1,824	0	-2,072
재무활동으로인한현금흐름	12,662	-3,849	-1,529	-6,327	-7,348
차입금의 증가(감소)	477	-447	131	0	0
사채의증가(감소)	-5,866	-4,145	-3,506	-3,000	-2,000
자본의 증가	332	0	5	0	0
배당금	-56	-137	-212	-321	-353
기타	17,775	880	2,053	-3,006	-4,995
기타현금흐름	-2	106	64	0	0
현금의증가(감소)	1,108	-1,960	-392	2,945	846
기초현금	3,235	4,343	2,383	1,991	4,936
기말현금	4,343	2,383	1,991	4,936	5,782

(단위:원, 배, %)

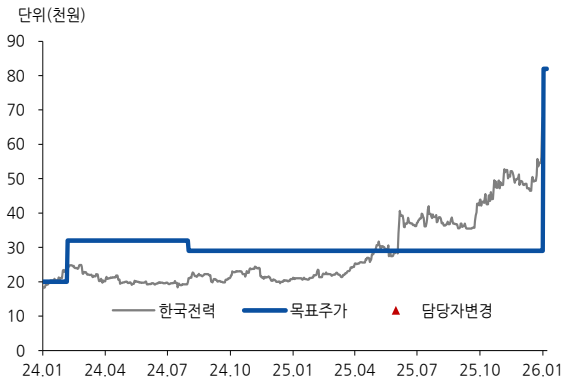
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-7,346	5,642	14,241	17,454	17,667
EPS(지배순이익 기준)	-7,512	5,439	14,048	17,295	17,507
BPS(자본총계 기준)	58,048	64,432	77,209	94,163	111,280
BPS(지배지분 기준)	55,837	62,177	75,318	92,113	109,070
DPS	0	213	500	550	550
P/E(당기순이익 기준)	NA	3.6	3.3	3.7	3.7
P/E(지배순이익 기준)	NA	3.7	3.4	3.8	3.7
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.3	0.6	0.7	0.6
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.3	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA(Reported)	16.6	6.3	5.4	4.8	4.5
배당수익률	0.0	1.1	1.1	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	152.4	22.6	1.2
EPS(지배순이익 기준)	적지	흑전	158.3	23.1	1.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-11.9	9.2	20.1	20.4	17.2
ROE(지배순이익 기준)	-12.6	9.2	20.4	20.7	17.4
ROA	-2.0	1.5	3.7	4.4	4.4
안정성 (%)					
부채비율	543.3	496.7	405.4	322.7	265.1
순차입금비율	341.3	308.1	251.6	191.5	148.2
이자보상배율	NA	1.8	3.4	4.1	4.4

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.11.14	M.PERFORM	20,000	-2.89	17.75
2024.02.26	BUY	32,000	-35.22	-22.34
2024.08.21	BUY	29,000	-25.77	-15.86
2025.02.21	AFTER 6M	29,000	25.99	134.14
2026.01.22	BUY	82,000		

▶ 최근 2년간 한국전력 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.