# 한국전력 (015760)

## 산업용 요금 인하 및 자회사 비용 확대 리스크

**BUY (유지)**

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M) | 73,000원(상향) |
| 현재주가(2.26) | 63,300원 |

**Key Data**

| | |
|---|---|
| KOSPI 지수 (pt) | 6,307.27 |
| 52주 최고/최저(원) | 67,900/21,350 |
| 시가총액(십억원) | 40,636.3 |
| 시가총액비중(%) | 0.78 |
| 발행주식수(천주) | 641,964.1 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 3,674.9 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 207.7 |
| 외국인지분율(%) | 23.57 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 한국산업은행 외 1 인 | 51.11 |
| 국민연금공단 | 7.90 |

**Consensus Data**

| | 2025 | 2026 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 97,646.8 | 98,664.0 |
| 영업이익(십억원) | 14,976.7 | 18,745.7 |
| 순이익(십억원) | 9,110.5 | 11,560.9 |
| EPS(원) | 13,927 | 17,762 |
| BPS(원) | 75,076 | 90,865 |

**Stock Price**

**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 88,219.5 | 93,398.9 | 97,434.5 | 97,768.2 |
| 영업이익 | (4,541.6) | 8,364.7 | 13,524.8 | 14,435.6 |
| 세전이익 | (7,554.0) | 5,256.5 | 11,731.4 | 11,753.5 |
| 순이익 | (4,822.5) | 3,491.7 | 8,617.0 | 8,815.1 |
| EPS | (7,512) | 5,439 | 13,423 | 13,731 |
| 증감율 | 적지 | 흑전 | 146.79 | 2.29 |
| PER | (2.52) | 3.69 | 3.52 | 4.61 |
| PBR | 0.34 | 0.32 | 0.63 | 0.73 |
| EV/EBITDA | 16.95 | 6.48 | 5.73 | 5.39 |
| ROE | (12,63) | 9.22 | 19.61 | 17.00 |
| BPS | 55,837 | 62,177 | 74,693 | 86,884 |
| DPS | 0 | 213 | 1,540 | 1,790 |

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

하나증권 리서치센터

### 목표주가 73,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

한국전력의 목표주가를 73,000원으로 기존대비 12.3% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2026년 예상 BPS에 목표 PBR 0.8배를 적용했다. 4분기 영업실적은 시장 기대치를 하회했다. 연중 지속적으로 영업비용 기타 항목의 증가가 나타났고 이번 4분기에도 유의미한 증가가 확인된다. SMP는 2분기 이후 추가 하락이 쉽지 않은 상황이며 하반기 신규 원전 가동 외에 특별한 단기 증익 모멘텀이 부재한 상황이다. 해외 원전 사업 진출 가능성은 동남아를 제외하면 단기적으로 현실화 가능성이 낮다고 판단된다. 산업용 전기요금 인하에 대한 구체적인 정책과 자회사 충당부채 전입액 증감 추이에 관심을 가질 시점이다. 배당성향은 전년대비 0.7%p 감소한 13.7%로 결정되었다. 2026년 기준 PER 4.6배 PBR 0.7배다.

### 4Q25 영업이익 2.0조원(YoY -18.0%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 23.7조원으로 전년대비 0.7% 증가했다. 전력판매량은 산업용 수요 감소로 전년대비 1.4% 감소했고 판매단가는 2.4% 상승했다. 전기요금 인상 효과는 이번 분기를 마지막으로 사라진다. 영업이익은 2.0조원으로 전년대비 18.0% 감소했다. 연료비는 5.8% 감소한 4.6조원, 구입전력비는 5.0% 감소한 7.4조원을 기록했다. 연료비는 원자력 발전소 이용률 감소를 만회하는 유연탄 발전량 증가로 석탄 비용이 늘어났음에도 발전자회사 LNG 발전량 감소로 개선되었다. 구입전력비는 기저발전 비중이 소폭 하락하면서 외부 구입량이 증가했지만 SMP 하락으로 감소했다. 원자력 이용률은 전년대비 11.7%p 감소한 75.1%로 추정되며 유연탄은 51.8%로 전년대비 8.1%p 상승했다. 예방정비 일정을 감안하면 2026년 원전 이용률은 상저하고 흐름이 예상된다. 영업비용에서 기타 항목이 큰 폭으로 증가했으며 자회사 해외사업비용이 크게 늘어난 것이 주된 사유로 해석된다. 정산조정계수는 한국전력 별도에 유리한 방향으로 설정되는 모습이며 사채발행한도 축소에 대비한 자본 규모 확대에 긍정적으로 작용할 수 있다.

### 산업용 전기요금 인하 가능성 및 해외사업비용 등 실적 성장세 둔화 우려

산업용에 한해 계절별 시간대별 전기요금 체계가 개편될 것으로 보인다. 여러 방안이 검토되는 모습이지만 최종적으로 기업들에게 인하 혜택이 돌아가는 방향으로 결정될 가능성이 존재한다. 산업용 전기요금 급등으로 인한 수요 이탈이 가시화되는 국면에서 매출 감소를 방어하기 위한 정책으로도 해석될 수 있다. 자회사 해외사업비용이 2025년 1분기부터 증가 추세를 보이고 있으며 이번 4분기에 집중적으로 반영된 모습이다. 현재 진행되고 있는 주요 해외사업의 종료 시점이 2029년으로 예정되어 있는 점을 감안하면 당분간 우발적인 비용 인식 가능성이 없지는 않은 상황으로 보인다.

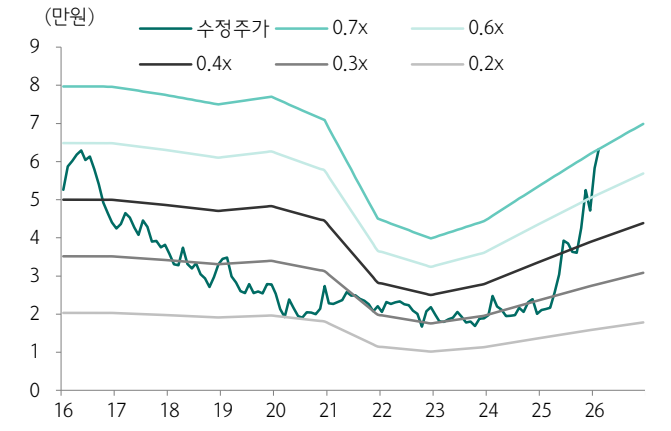
**도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망**

(단위: 억원)

| | 2025P | | | | 2026F | | | | 4Q25 증감률(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4QP | 1QF | 2QF | 3QF | 4QF | YoY | QoQ |
| **매출액** | **242,240** | **219,501** | **275,725** | **236,880** | **244,086** | **219,890** | **277,076** | **236,630** | **0.7** | **(14.1)** |
| 전기판매수익 | 232,112 | 209,463 | 264,741 | 223,730 | 233,039 | 209,172 | 266,013 | 223,241 | 1.0 | (15.5) |
| 기타매출 | 10,128 | 10,038 | 10,984 | 13,150 | 11,047 | 10,718 | 11,063 | 13,389 | (3.8) | 19.7 |
| **영업이익** | **37,536** | **21,359** | **56,520** | **19,834** | **34,199** | **28,210** | **61,328** | **20,619** | **(18.0)** | **(64.9)** |
| 연료비 | 50,100 | 43,152 | 55,008 | 46,104 | 44,920 | 42,567 | 62,131 | 49,144 | (5.8) | (16.2) |
| 구입전력비 | 87,568 | 86,010 | 92,485 | 74,464 | 95,776 | 78,500 | 80,812 | 70,090 | (5.0) | (19.5) |
| 기타 | 67,036 | 68,980 | 71,712 | 96,478 | 69,191 | 70,613 | 72,806 | 96,777 | 15.2 | 34.5 |
| **세전이익** | **32,318** | **16,652** | **53,492** | **14,852** | **27,215** | **21,422** | **55,491** | **13,406** | **24.5** | **(72.2)** |
| **순이익** | **23,282** | **11,367** | **37,556** | **13,964** | **20,411** | **16,067** | **41,618** | **10,055** | **37.5** | **(62.8)** |
| 영업이익률(%) | 15.5 | 9.7 | 20.5 | 8.4 | 14.0 | 12.8 | 22.1 | 8.7 | - | - |
| 세전이익률(%) | 13.3 | 7.6 | 19.4 | 6.3 | 11.1 | 9.7 | 20.0 | 5.7 | - | - |
| 순이익률(%) | 9.6 | 5.2 | 13.6 | 5.9 | 8.4 | 7.3 | 15.0 | 4.2 | - | - |
| 전력판매(GWh) | 141,018 | 127,341 | 151,506 | 129,551 | 141,029 | 127,230 | 151,556 | 129,493 | (1.4) | (14.5) |
| 판매단가(원/kWh) | 165 | 164 | 175 | 173 | 165 | 164 | 176 | 172 | 2.4 | (1.2) |
| 원/달러 환율 | 1,452 | 1,399 | 1,387 | 1,449 | 1,450 | 1,450 | 1,450 | 1,450 | 3.7 | 4.5 |
| 석탄(천원/톤) | 193 | 185 | 165 | 170 | 176 | 182 | 187 | 187 | (10.7) | 3.1 |
| LNG(천원/톤) | 1,100 | 972 | 967 | 883 | 941 | 915 | 954 | 954 | (15.3) | (8.6) |

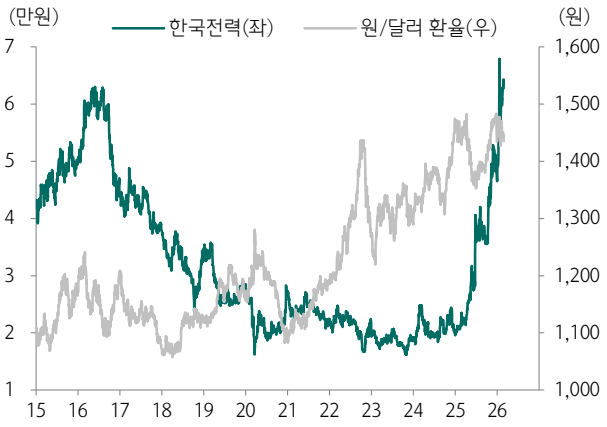
자료: 한국전력, 하나증권

**도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR**



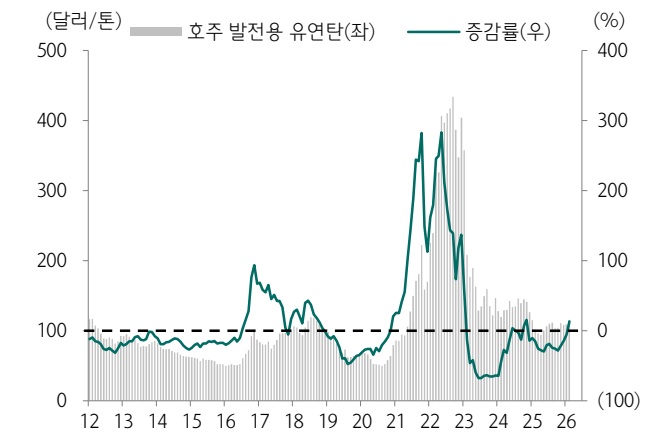

자료: 한국전력, 하나증권

**도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율**



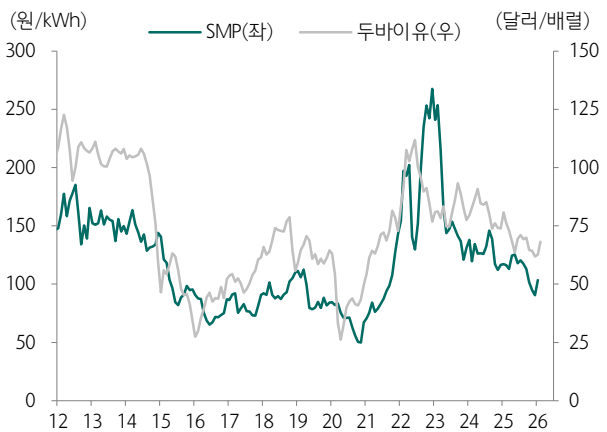

자료: 한국전력, 하나증권

**도표 4. 호주 발전용 유연탄 (2월 YoY +13.5%)**




자료: KOMIS, 하나증권

**도표 5. SMP와 국제유가 추이 (1월 SMP YoY -11.6%)**




자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

# 추정 재무제표

**손익계산서** (단위: 십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025P | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **88,219.5** | **93,398.9** | **97,434.5** | **97,768.2** | **98,077.5** |
| 매출원가 | 89,699.5 | 81,964.2 | 80,509.2 | 79,464.8 | 80,764.5 |
| 매출총이익 | (1,480.0) | 11,434.7 | 16,925.3 | 18,303.4 | 17,313.0 |
| 판관비 | 3,061.6 | 3,070.0 | 3,400.5 | 3,867.8 | 3,780.2 |
| **영업이익** | **(4,541.6)** | **8,364.7** | **13,524.8** | **14,435.6** | **13,532.9** |
| 금융손익 | (3,922.0) | (4,087.1) | (3,000.3) | (3,800.0) | (3,600.0) |
| 종속/관계기업손익 | 613.0 | 882.3 | 699.5 | 699.5 | 699.5 |
| 기타영업외손익 | 296.6 | 96.6 | 507.4 | 418.3 | 400.5 |
| **세전이익** | **(7,554.0)** | **5,256.5** | **11,731.4** | **11,753.5** | **11,032.9** |
| 법인세 | (2,837.8) | 1,634.6 | 2,994.2 | 2,938.4 | 2,758.2 |
| 계속사업이익 | (4,716.1) | 3,622.0 | 8,737.2 | 8,815.1 | 8,274.7 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **(4,716.1)** | **3,622.0** | **8,737.2** | **8,815.1** | **8,274.7** |
| 포괄이익 | 106.4 | 130.3 | 120.3 | 0.0 | 0.0 |
| **(지분법제외)순이익** | **(4,822.5)** | **3,491.7** | **8,617.0** | **8,815.1** | **8,274.7** |
| 지배주주표괄이익 | (5,032.6) | 4,070.2 | 8,160.4 | 8,696.5 | 8,163.3 |
| NOPAT | (2,835.5) | 5,763.6 | 10,072.9 | 10,826.7 | 10,149.6 |
| EBITDA | 8,490.6 | 22,362.1 | 27,459.9 | 28,423.4 | 27,663.1 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 23.80 | 5.87 | 4.32 | 0.34 | 0.32 |
| NOPAT증가율 | 적지 | 흑전 | 74.77 | 7.48 | (6.25) |
| EBITDA증가율 | 흑전 | 163.37 | 22.80 | 3.51 | (2.67) |
| (조정)영업이익증가율 | 적지 | 흑전 | 61.69 | 6.73 | (6.25) |
| (지분법제외)순익증가율 | 적지 | 흑전 | 146.79 | 2.30 | (6.13) |
| (지분법제외)EPS증가율 | 적지 | 흑전 | 146.79 | 2.29 | (6.12) |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | (1.68) | 12.24 | 17.37 | 18.72 | 17.65 |
| EBITDA이익률 | 9.62 | 23.94 | 28.18 | 29.07 | 28.21 |
| (조정)영업이익률 | (5.15) | 8.96 | 13.88 | 14.77 | 13.80 |
| 계속사업이익률 | (5.35) | 3.88 | 8.97 | 9.02 | 8.44 |

**대차대조표** (단위: 십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025P | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **29,536.2** | **29,255.2** | **30,588.7** | **31,347.2** | **31,858.3** |
| 금융자산 | 7,523.2 | 5,966.3 | 7,107.3 | 7,890.3 | 8,289.1 |
| 현금성자산 | 4,342.9 | 2,383.0 | 2,469.7 | 3,254.9 | 3,643.5 |
| 매출채권 등 | 11,009.5 | 11,099.2 | 11,174.1 | 11,162.4 | 11,216.2 |
| 재고자산 | 8,875.6 | 9,769.2 | 9,835.2 | 9,824.8 | 9,872.2 |
| 기타유동자산 | 2,127.9 | 2,420.5 | 2,472.1 | 2,469.7 | 2,480.8 |
| **비유동자산** | **210,178.8** | **217,552.6** | **221,516.4** | **225,512.9** | **229,454.6** |
| 투자자산 | 13,208.8 | 16,232.1 | 16,480.4 | 16,464.7 | 16,536.5 |
| 금융자산 | 3,546.2 | 4,946.0 | 5,118.1 | 5,114.3 | 5,131.5 |
| 유형자산 | 179,875.5 | 182,982.8 | 187,001.3 | 191,141.1 | 195,120.9 |
| 무형자산 | **1,133.1** | **1,146.1** | **1,027.6** | **900.1** | **790.0** |
| 기타비유동자산 | **15,961.4** | **17,191.6** | **17,007.1** | **17,007.0** | **17,007.2** |
| **자산총계** | **239,715.0** | **246,807.8** | **252,105.1** | **256,860.1** | **261,312.8** |
| **유동부채** | **61,248.4** | **63,968.8** | **66,956.9** | **65,938.4** | **65,023.0** |
| 금융부채 | 41,752.5 | 45,069.4 | 47,410.5 | 46,409.9 | 45,412.9 |
| 매입채무 등 | 4,341.5 | 4,494.5 | 4,524.9 | 4,520.1 | 4,541.9 |
| 기타유동부채 | 15,154.4 | 14,404.9 | 15,021.5 | 15,008.4 | 15,068.2 |
| **비유동부채** | **141,201.8** | **141,476.2** | **135,987.8** | **133,934.8** | **132,177.3** |
| 금융부채 | **96,139.5** | **91,448.3** | **85,622.1** | **83,622.1** | **81,622.1** |
| 기타비유동부채 | 45,062.3 | 50,027.9 | 50,365.7 | 50,312.7 | 50,555.2 |
| **부채총계** | **202,450.2** | **205,445.0** | **202,944.7** | **199,873.1** | **197,200.3** |
| **지배주주지분** | **35,845.1** | **39,915.2** | **47,949.9** | **55,776.3** | **62,901.9** |
| 자본금 | **3,209.8** | **3,209.8** | **3,209.8** | **3,209.8** | **3,209.8** |
| 자본잉여금 | 2,444.6 | 2,444.6 | 2,449.4 | 2,449.4 | 2,449.4 |
| 자본조정 | 13,295.0 | 12,708.6 | 12,708.6 | 12,708.6 | 12,708.6 |
| 기타포괄이익누계 | 557.4 | 1,424.0 | 1,078.4 | 1,078.4 | 1,078.4 |
| 이익잉여금 | 16,338.3 | 20,128.2 | 28,503.7 | 36,330.2 | 43,455.7 |
| **비지배주주지분** | **1,419.7** | **1,447.6** | **1,210.6** | **1,210.6** | **1,210.6** |
| **자본총계** | **37,264.8** | **41,362.8** | **49,160.5** | **56,986.9** | **64,112.5** |
| 순금융부채 | 130,368.8 | 130,551.3 | 125,925.4 | 122,141.8 | 118,746.0 |

**투자지표**

| | 2023 | 2024 | 2025P | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | (7,512) | 5,439 | 13,423 | 13,731 | 12,890 |
| BPS | 55,837 | 62,177 | 74,693 | 86,884 | 97,984 |
| CFPS | 17,322 | 38,559 | 47,104 | 45,772 | 44,626 |
| EBITDAPS | 13,226 | 34,834 | 42,775 | 44,276 | 43,091 |
| SPS | 137,421 | 145,489 | 151,776 | 152,295 | 152,777 |
| DPS | 0 | 213 | 1,540 | 1,790 | 1,970 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | (2.52) | 3.69 | 3.52 | 4.61 | 4.91 |
| PBR | 0.34 | 0.32 | 0.63 | 0.73 | 0.65 |
| PCFR | 1.09 | 0.52 | 1.00 | 1.38 | 1.42 |
| EV/EBITDA | 16.95 | 6.48 | 5.73 | 5.39 | 5.42 |
| PSR | 0.14 | 0.14 | 0.31 | 0.42 | 0.41 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | (12.63) | 9.22 | 19.61 | 17.00 | 13.94 |
| ROA | (2.03) | 1.44 | 3.45 | 3.46 | 3.19 |
| ROIC | (1.55) | 3.10 | 5.27 | 5.55 | 5.10 |
| 부채비율 | 543.28 | 496.69 | 412.82 | 350.74 | 307.58 |
| 순부채비율 | 349.84 | 315.62 | 256.15 | 214.33 | 185.22 |
| 이자보상배율(배) | (1.02) | 1.79 | 3.12 | 3.43 | 3.29 |

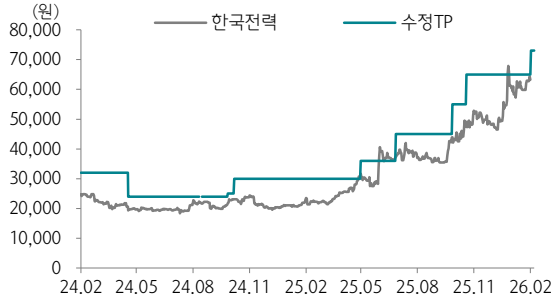
**현금흐름표** (단위: 십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025P | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **1,522.2** | **15,876.1** | **20,446.4** | **22,749.5** | **22,648.8** |
| 당기순이익 | (4,716.1) | 3,622.0 | 8,737.2 | 8,815.1 | 8,274.7 |
| 조정 | 11,380.0 | 16,044.5 | 15,993.9 | 13,987.7 | 14,130.2 |
| 감가상각비 | 13,032.3 | 13,997.4 | 13,935.2 | 13,987.8 | 14,130.2 |
| 외환거래손익 | 363.7 | 2,366.8 | (740.2) | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (613.0) | (882.3) | (531.1) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (1,403.0) | 562.6 | 3,330.0 | (0.1) | 0.0 |
| 자산/부채의 변동 | (5,141.7) | (3,790.4) | (4,284.7) | (53.3) | 243.9 |
| **투자활동현금흐름** | **(13,073.8)** | **(14,093.1)** | **(18,524.7)** | **(17,982.1)** | **(18,082.1)** |
| 투자자산감소(증가) | (880.5) | (3,023.2) | (276.8) | 15.7 | (71.9) |
| 유형자산감소(증가) | (13,598.7) | (13,813.4) | (16,108.2) | (18,000.0) | (18,000.0) |
| 기타투자활동 | 1,405.4 | 2,743.5 | (2,139.7) | 2.2 | (10.2) |
| **재무활동현금흐름** | **12,661.9** | **(3,849.3)** | **(2,426.7)** | **(3,989.3)** | **(4,146.1)** |
| 금융부채증가(감소) | 12,690.7 | (1,374.3) | (3,485.0) | (3,000.7) | (2,997.0) |
| 자본증가(감소) | 332.2 | 0.0 | 4.8 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (305.5) | (2,337.8) | 1,190.2 | (0.0) | (0.0) |
| 배당지급 | (55.5) | (137.2) | (136.7) | (988.6) | (1,149.1) |
| **현금의 증감** | **1,108.1** | **(1,959.9)** | **229.8** | **785.2** | **388.6** |
| Unlevered CFO | 11,120.4 | 24,753.4 | 30,239.4 | 29,383.9 | 28,648.0 |
| Free Cash Flow | (12,386.2) | 1,660.1 | 4,026.2 | 4,749.5 | 4,648.8 |

자료: 하나증권

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

**한국전력**




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 26.2.27 | BUY | 73,000 | | |
| 25.11.14 | BUY | 65,000 | -16.11% | 4.46% |
| 25.10.22 | BUY | 55,000 | -18.18% | -9.91% |
| 25.7.22 | BUY | 45,000 | -15.71% | -2.56% |
| 25.5.26 | BUY | 36,000 | -7.36% | 12.78% |
| 24.11.1 | BUY | 30,000 | -24.37% | 2.33% |
| 24.10.22 | BUY | 25,000 | -8.74% | -7.60% |
| 24.5.13 | BUY | 24,000 | -16.93% | -5.21% |

## Compliance Notice

- 당사는 2026년 2월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2026년 2월 27일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비율 | 96.79% | 3.21% | 0.00% | 100% |

* 기준일: 2026년 02월 24일