한국전력 (015760)

1Q26 Preview:
SMP 상한제, 유가에 대한 풋옵션

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

RA 이동석
dongseok.lee@meritz.co.kr

1Q26, 원전 이용률 하락을 석탄이 상쇄

1Q26 연결 영업이익은 4.0조원(+16.5% YoY)을 기록하며 컨센서스(4.2조원)를 소폭 하회할 전망이다. 예상 대비 낮은 원전 이용률(-14.4%p YoY)을 석탄 이용률 개선(+11.0%p YoY)이 메꿀 전망이다. SMP는 예상 수준(-8.2원/kWh YoY)에서 크게 벗어나지 않았다. 요금 상승에 따른 산업용 판매량 하락세 지속(-1.0% YoY)이 우려되나, 전체 판매량은 견조할 것으로 예상된다(+0.4% YoY).

유가 급등 영향 vs SMP 상한제 도입

유가 급등 영향은 시장 생각보다 크다. 본격적으로 SMP 상승이 관찰될 8~10월에는 200원/kWh 내외로 급등할 가능성이 높다(현 110원). 종전 이후 유가가 빠르게 하락한다고 해도 4Q26에는 순이익 기준 적자전환(-3,614억원)이 예상된다. 다만 큰 변수가 있다. 4월 13일 에너지경제 보도에 따르면 기후부는 5월부터 SMP 상한제 도입을 고려 중이다. 만약 150~160원 내외에서 SMP 상한이 설정된다면, 적자 전환까지는 면할 수 있다. 하지만 2026년 감익은 피할 수 없다. 1)여전히 SMP가 현 수준(110원 내외)보다 상승하는 방향은 분명하며, 2)전력구입비 외에 연료비 상승은 상한제와 상관없이 피할 수 없기 때문이다. 이외에 최근 산업용 전기요금 개편이 이슈거리가 되고 있으나 연간 이익에 대한 영향은 크지 않을 것으로 보인다.

SMP 상한제 도입 여부와 하반기 원전 모멘텀이 주요 트리거

투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 65,000원으로 -12% 하향 조정한다. 적정 멀티플에 대한 변동 없이 BPS 변동치를 반영했다. SMP 상한제가 도입된다면, 유가 하락에 따른 수혜는 열려있지만 추가 상승에 대한 피해는 제한적인 '유가 풋옵션'이 부여되는 셈이다. 또한 원전에 대한 기대감도 여전하다. 1)대미 투자 내용에 원전 포함 여부, 2)한전-한수원 간의 원전 수출 전문 SPC 설립 등을 핵심 트리거로 주목한다. 여기에 더해 베트남 원전 입찰 참여(하반기 예상) 등을 감안한다면 남은 2분기보다는 하반기에 원전 모멘텀이 부각될 가능성이 높다.

Meritz Research 2026. 4. 14

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	65,000원
현재주가 (4.14)	44,350원
상승여력	46.6%

KOSPI	0.00pt
시가총액	284,711억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	44.96%
외국인비중	22.25%
52주 최고/최저가	67,900원/23,550원
평균거래대금	2,024.1억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 1 인	51.11
국민연금공단	7.90

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.2	17.6	88.3
상대주가	0.0	0.0	0.0

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
2025	97,429.4	13,490.6	8,544.9	13,311	144.7	75,035	3.5	0.6	5.8	19.4	416.9
2026E	96,512.8	9,944.5	4,803.1	7,482	-43.8	80,975	5.9	0.5	6.5	9.6	381.4
2027E	97,158.6	17,108.3	9,958.5	15,513	107.3	98,038	2.9	0.5	4.7	17.3	306.3
2028E	97,935.5	18,457.0	10,988.2	17,117	10.3	112,774	2.6	0.4	4.4	16.2	261.7

표1 한국전력 1Q26E Preview 테이블

(십억원)	1Q26E	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**24,349.0**	24,224.0	0.5	23,682.8	2.8	23,806.3	2.3	24,707.0	-1.4
영업이익	**4,021.6**	3,753.6	7.1	1,949.2	106.3	3,740.9	7.5	4,246.0	-5.3
세전이익	**3,149.3**	3,231.9	-2.6	1,340.7	134.9	3,008.6	4.7	3,569.0	-11.8
순이익	**2,283.2**	2,361.7	-3.3	1,338.6	70.6	2,181.2	4.7	2,503.4	-8.8
영업이익률(%)	**16.5**	15.5		8.2		15.7		17.2	
세전이익률(%)	**12.9**	13.3		5.7		12.6		14.4	
순이익률(%)	**9.4**	9.7		5.7		9.2		10.1	

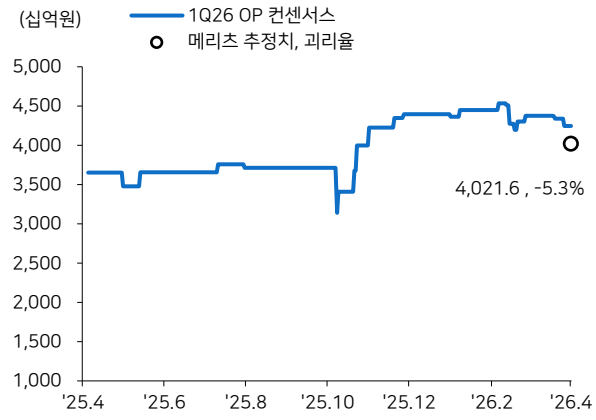
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표1 한국전력 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**96,512.8**	96,015.7	0.5	**97,158.6**	96,714.2	0.5
영업이익	**9,944.5**	17,731.9	-43.9	**17,108.3**	18,460.5	-7.3
세전이익	**6,691.9**	15,093.6	-55.7	**13,874.6**	16,000.1	-13.3
순이익	**4,803.1**	10,833.5	-55.7	**9,958.5**	11,484.1	-13.3
영업이익률(%)	**10.3**	18.5		**17.6**	19.1	
세전이익률(%)	**6.9**	15.7		**14.3**	16.5	
순이익률(%)	**5.0**	11.3		**10.2**	11.9	

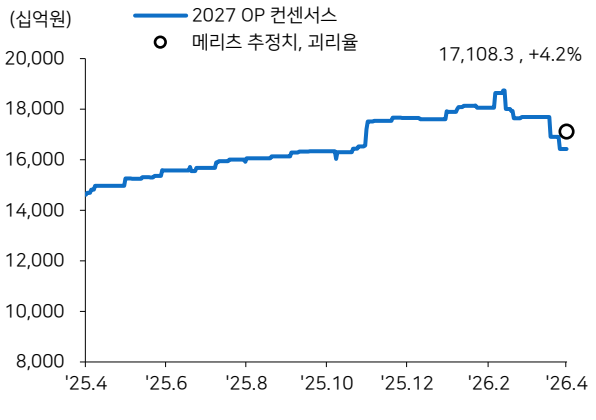
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26E 영업이익, 컨센서스 -5.3% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 +4.2% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 적정주가 산출

구분	적용값	내용
예상 BPS (원)	80,975	2026년 말 기준
적정 PBR (배)	0.80	직전 보고서와 동일하게 유지
적정주가 (원)	**65,000**	
현재주가 (원)	44,350	
상승여력 (%)	46.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	76.9	66.9	70.1	63.8	75.7	90.0	75.0	70.0	79.6	69.4	77.7	64.3
원/달러 환율	1,452.8	1,401.9	1,385.6	1,449.5	1,464.2	1,450.0	1,420.0	1,420.0	1,363.4	1,422.4	1,438.5	1,410.0
SMP(원/kWh)	115.5	122.7	116.9	95.6	107.3	119.6	151.5	140.9	127.8	112.7	129.8	109.8
석탄 발전단가(원/kWh)	79.1	74.7	66.3	68.4	71.7	68.8	86.9	90.5	77.0	72.1	79.5	72.2
LNG 발전단가(원/kWh)	208.3	190.4	170.3	173.8	178.3	189.6	221.5	210.9	194.0	185.7	200.1	179.8
원전이용률(%)	92.4	82.4	75.7	73.5	78.0	86.0	86.0	86.0	83.8	80.9	84.1	87.0
석탄이용률(%)	40.7	37.8	69.1	51.6	51.7	35.8	64.1	46.6	49.4	49.9	49.6	46.3
전력 판매단가(원/kWh)	169.5	165.4	175.6	170.2	169.7	165.1	175.3	169.8	162.8	170.1	170.0	169.9
실적 전망												
연결 매출	**24,224.0**	**21,950.1**	**27,572.4**	**23,682.8**	**24,349.0**	**21,555.4**	**27,281.1**	**23,327.2**	**93,398.9**	**97,429.3**	**96,512.8**	**97,158.6**
매출액증가율(% YoY)	4.0	7.2	5.6	0.7	0.5	-1.8	-1.1	-1.5	5.9	4.3	-0.9	0.7
매출원가	19,756.9	19,019.5	21,133.1	20,795.2	19,590.5	17,931.0	23,762.3	21,974.9	81,964.2	80,704.8	83,258.7	76,614.9
연료비	5,010.0	4,315.2	5,500.8	4,610.4	4,923.5	3,830.6	6,316.8	5,095.9	22,537.8	19,436.4	20,166.8	17,709.4
구입전력비	8,756.8	8,601.0	9,248.5	7,446.4	8,703.5	7,889.8	10,961.9	8,829.8	34,659.9	34,052.7	36,384.9	31,466.1
감가상각비	3,453.6	3,378.6	3,387.8	3,247.6	3,376.3	3,431.4	3,427.7	3,448.5	13,677.3	13,467.6	13,683.9	14,155.9
인건비	1,357.9	1,495.0	1,423.3	1,793.3	1,385.0	1,524.9	1,451.8	1,829.2	5,870.6	6,069.5	6,190.9	6,314.7
수선비 및 기타	1,178.6	1,229.8	1,572.7	3,697.6	1,202.2	1,254.4	1,604.1	2,771.5	5,218.5	7,678.6	6,832.2	6,968.8
매출총이익	4,467.0	2,930.6	6,439.3	2,887.6	4,758.5	3,624.5	3,518.8	1,352.3	11,434.7	16,724.5	13,254.1	20,543.6
매출총이익률(%)	18.4	13.4	23.4	12.2	19.5	16.8	12.9	5.8	12.2	17.2	13.7	21.1
판관비	713.4	794.7	787.4	938.5	736.9	817.6	810.4	944.7	3,070.0	3,234.0	3,309.6	3,435.4
판관비율(%)	2.9	3.6	2.9	4.0	3.0	3.8	3.0	4.0	3.3	3.3	3.4	3.5
영업이익	**3,753.6**	**2,135.9**	**5,651.9**	**1,949.2**	**4,021.6**	**2,806.8**	**2,708.5**	**407.6**	**8,364.7**	**13,490.6**	**9,944.5**	**17,108.3**
영업이익 성장률(%YoY)	188.9	70.8	66.4	-19.4	7.1	31.4	-52.1	-79.1	흑전	61.3	-26.3	72.0
영업이익률(%)	15.5	9.7	20.5	8.2	16.5	13.0	9.9	1.7	9.0	13.8	10.3	17.6
금융손익	-818.4	-677.7	-834.2	-670.3	-981.3	-979.3	-974.1	-955.8	-4,087.1	-3,000.6	-3,890.5	-3,853.1
기타손익	171.5	38.8	293.8	16.9	-18.6	22.0	43.1	3.8	96.6	520.9	50.3	20.1
종속,관계기업 관련 손익	125.1	168.3	237.7	45.0	127.6	171.6	242.5	45.9	882.3	576.1	587.6	599.4
세전이익	**3,231.9**	**1,665.2**	**5,349.2**	**1,340.7**	**3,149.3**	**2,021.2**	**2,020.0**	**-498.5**	**5,256.5**	**11,586.9**	**6,691.9**	**13,874.6**
연결 당기순이익	**2,361.7**	**1,176.4**	**3,790.0**	**1,338.6**	**2,283.2**	**1,465.3**	**1,464.5**	**-361.4**	**3,622.0**	**8,666.7**	**4,851.6**	**10,059.1**
당기순이익률(%)	9.7	5.4	13.7	5.7	9.4	6.8	5.4	-1.5	3.9	8.9	5.0	10.4
순이익성장률(% YoY)	296.3	928.1	101.6	29.7	-3.3	24.6	-61.4	적전	흑전	139.3	-44.0	107.3
지배주주 순이익	2,328.2	1,136.7	3,755.6	1,324.3	2,260.4	1,450.7	1,449.9	-357.8	3,491.7	8,544.9	4,803.1	9,958.5

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**93,398.9**	**97,429.4**	**96,512.8**	**97,158.6**	**97,935.5**
매출액증가율(%)	5.9	4.3	-0.9	0.7	0.8
매출원가	81,964.2	80,704.8	83,258.7	76,614.9	75,937.4
매출총이익	11,434.7	16,724.5	13,254.1	20,543.7	21,998.1
판매관리비	3,070.0	3,234.0	3,309.6	3,435.4	3,541.1
영업이익	**8,364.7**	**13,490.6**	**9,944.5**	**17,108.3**	**18,457.0**
영업이익률(%)	9.0	13.8	10.3	17.6	18.8
금융손익	-4,087.1	-3,000.6	-3,890.5	-3,853.1	-3,762.9
종속/관계기업손익	882.3	576.1	587.6	599.4	611.4
기타영업외손익	96.6	520.9	50.3	20.2	3.8
세전계속사업이익	5,256.5	11,586.9	6,691.9	13,874.7	15,309.3
법인세비용	1,634.6	2,920.3	1,840.3	3,815.5	4,210.1
당기순이익	**3,622.0**	**8,666.7**	**4,851.6**	**10,059.1**	**11,099.2**
지배주주지분 순이익	3,491.7	8,544.9	4,803.1	9,958.5	10,988.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**15,876.1**	**20,880.2**	**18,788.5**	**25,195.0**	**27,008.9**
당기순이익(손실)	3,622.0	8,666.7	4,851.6	10,059.1	11,099.2
유형자산상각비	13,833.8	13,630.2	13,943.5	14,424.4	15,080.9
무형자산상각비	163.6	158.6	166.9	184.4	204.4
운전자본의 증감	-3,790.5	-5,382.8	-173.5	527.1	624.3
투자활동 현금흐름	**-14,093.1**	**-18,445.5**	**-13,635.0**	**-20,582.8**	**-22,504.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-14,216.0	-15,834.1	-17,639.8	-19,809.5	-22,246.0
투자자산의감소(증가)	-3,023.2	-1,725.7	245.4	-95.2	-139.3
재무활동 현금흐름	**-3,849.3**	**-2,634.6**	**-3,188.4**	**-5,770.7**	**-5,999.6**
차입금의 증감	-1,374.3	-3,432.0	-2,198.5	-6,765.7	-4,471.7
자본의 증가	0.0	-34.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,959.9	-142.2	1,965.1	-1,158.5	-1,495.2
기초현금	4,342.9	2,383.0	2,240.8	4,205.9	3,047.4
기말현금	2,383.0	2,240.8	4,205.9	3,047.4	1,552.2

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	29,255.2	30,715.4	28,290.2	27,648.7	26,139.6
현금및현금성자산	2,383.0	2,240.8	4,205.9	3,047.4	1,552.2
매출채권	11,099.2	11,624.9	11,450.3	11,518.0	11,617.1
재고자산	9,769.2	10,152.7	10,000.3	10,059.4	10,146.0
비유동자산	217,552.6	224,212.1	227,764.8	233,362.3	240,801.1
유형자산	182,982.8	187,751.5	191,447.9	196,833.0	203,998.1
무형자산	1,146.1	1,100.6	1,202.4	1,319.7	1,454.0
투자자산	16,232.1	17,929.4	17,684.0	17,779.1	17,918.5
자산총계	**246,807.8**	**254,927.5**	**256,055.0**	**261,011.0**	**266,940.7**
유동부채	63,968.8	67,107.3	65,500.7	62,856.9	60,487.3
매입채무	4,494.5	3,543.0	3,489.8	3,510.4	3,540.6
단기차입금	9,122.8	9,979.4	11,416.4	11,332.4	11,248.4
유동성장기부채	35,319.2	35,907.6	33,182.6	30,499.2	28,032.7
비유동부채	141,476.2	138,497.2	137,369.6	133,915.3	132,643.2
사채	84,972.7	80,607.6	79,572.6	75,432.6	73,362.6
장기차입금	3,118.8	3,274.8	3,407.7	3,546.1	3,690.1
부채총계	**205,445.0**	**205,604.5**	**202,870.3**	**196,772.2**	**193,130.5**
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,444.6	2,410.4	2,410.4	2,410.4	2,410.4
기타포괄이익누계액	1,424.0	1,340.6	1,340.6	1,340.6	1,340.6
이익잉여금	20,128.3	28,500.6	32,313.8	43,267.4	52,727.7
비지배주주지분	1,447.6	1,153.0	1,201.5	1,302.1	1,413.1
자본총계	**41,362.8**	**49,322.9**	**53,184.7**	**64,238.8**	**73,810.2**

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	145,489	151,768	150,340	151,346	152,556
EPS(지배주주)	5,439	13,311	7,482	15,513	17,117
CFPS	38,559	49,316	38,468	50,373	53,519
EBITDAPS	34,834	42,494	37,471	49,406	52,561
BPS	62,177	75,035	80,975	98,038	112,774
DPS	213	1,542	-1,550	2,380	2,380
배당수익률(%)	1.1	3.3	-3.5	5.4	5.4
Valuation(Multiple)					
PER	3.7	3.5	5.9	2.9	2.6
PCR	0.5	1.0	1.2	0.9	0.8
PSR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.3	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDA(십억원)	22,362.1	27,279.4	24,054.8	31,717.0	33,742.4
EV/EBITDA	6.5	5.8	6.5	4.7	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	19.4	9.6	17.3	16.2
EBITDA 이익률	23.9	28.0	24.9	32.6	34.5
부채비율	496.7	416.9	381.4	306.3	261.7
금융비용부담률	5.0	4.5	4.4	4.2	4.0
이자보상배율(x)	1.8	3.1	2.3	4.2	4.7
매출채권회전율(x)	8.4	8.6	8.4	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	10.0	9.8	9.6	9.7	9.7

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 직전 1 개월간 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 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

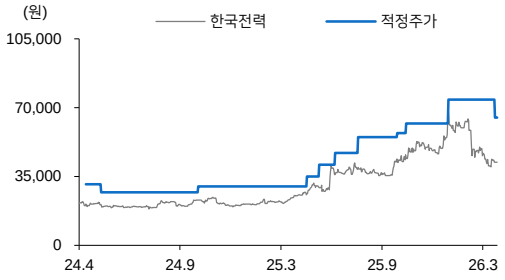
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 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)
2024.04.15	기업브리프	Buy	31,000	문경원	-32.3	-29.5
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	-28.7	-8.2
2026.04.14	기업브리프	Buy	65,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이