

(015760)

한국전력

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.
6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

원전의 빈자리, 믹스를 놓치다

투자의견
목표주가
현재주가

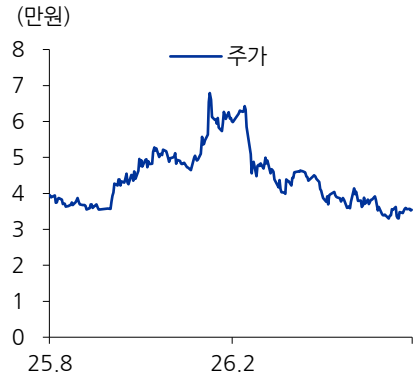
BUY(하향)
64,000 원(하향)
35,450 원(8/12)

“**[투자의견]** 당사는 한국전력에 대해 투자의견을 BUY로 수정 제시하며, 목표주가는 64,000원(27F BPS의 0.7배)으로 30% 하향한다. 2Q26 실적은 원전 정비 장기화로 부진했다. 특히, 원전 이용률 하락에 따른 석탄·LNG 발전 확대와 연료비·수선비 증가를 충분히 반영하지 못했다. 원전 발전 비중은 -3%p yoy 하락한 반면 석탄은 +6%p yoy, LNG는 +1%p yoy 증가하며 발전믹스가 악화되었다. 기존 연간 원전 이용률 가정을 82%에서 71%로 하향하고 '26년 영업이익 추정치를 기존 14조원에서 9조원으로 수정한다. 다만 하반기 신규 원전 진입과 예방정비 종료에 따른 발전 믹스 정상화, 지역별 차등요금제 및 전기요금 조정 논의를 감안하면 중장기 투자포인트는 여전히 유효하다고 판단한다.

“**[2Q26 Review]** 매출액 21.9조원(-10%qoq, -0%yoy), 영업이익 1.1조원(-70%qoq, -47%yoy)을 기록했다. 원전 가동률 하락으로 연료비는 4.9조원(+14%yoy)으로 증가했으며 정비 장기화에 따른 수선비와 석탄 처리비 등 추가 비용이 1,716억원 발생했다. 원전의 빈자리를 상대적으로 원가가 높은 석탄·LNG가 채운 가운데 정비비까지 증가하면서 발전량과 비용 양쪽에서 수익성이 악화되었다.

“**[실적 전망]** 하반기 실적은 원전 이용률 정상화에 따라 달라질 전망이다. 컨퍼런스콜에서 밝힌 동사의 연간 원전 이용률 가이드는 여전히 80% 초중반이나 당사는 최근 한수원 정비 일정을 반영해 보수적으로 71%를 반영하였다. 하반기 신규 원전 진입과 기존 원전의 예방정비 복귀가 예정대로 진행될 경우 저원가 발전 비중 확대에 따른 연료비 절감 효과가 빠르게 나타날 수 있다. SMP 상승도 하반기 실적의 부담 요인이다. SMP는 8월 150원/kWh을 상회하며 국제 연료가격 상승분이 시차를 두고 반영되고 있다. 당사는 국내 전력계통 최대부하에서 태양광 믹스가 차지하는 비중이 늘어 3Q SMP가 135원/kWh을 기록할 것으로 가정 중인데, 폭염으로 인한 전력 수요 증가로 이를 상회 중이다. SMP 강세를 반영해 연간 영업이익을 9조원으로 수정하며, 내년에는 국제유가 하락과 환율 하락, 신규 원전 가동 본격화로 15조원을 기록할 것이라 추정한다.

“**[하반기 관전포인트]** 지역별 차등요금제는 하반기 공청회 등 의견수렴을 거쳐 지역 도매시장 개편과 연계해 연내 도입을 목표로 추진 중이다. 전기요금 역시 누적 적자 해소와 사채발행배수 정상화를 위해 추가적인 조정 필요성이 존재한다. AI 데이터센터와 전력망 확충에 따른 중장기 CAPEX 부담이 확대될 예정이라 전기요금 인상 명분이 발생할 수 있다. 단기 실적은 부진했으나 중장기 원전 확대와 요금 정상화, 지역별 차등요금제 도입, 전력망 투자 확대의 방향성은 변하지 않았다. 이를 감안하면 현재 주가 수준에서 투자 매력이 여전히 존재한다고 판단한다.



시가총액(십억원)	22,758
발행주식수(천주)	641,964
52 주 최고	69,500 원
최저	32,000 원
52 주 일간 Beta	0.42
60 일 평균 거래대금	800 억원
외국인 지분율	21.3%
배당수익률(26E)	20%
주주구성	
한국산업은행 (외 2 인)	51.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.9%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-2.1	-41.0	-8.0
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	STRONGBUY	▼
목표주가	64,000	92,000	▼
영업이익(26E)	8,535	14,673	▼
영업이익(27E)	15,337	20,645	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	97,429	96,880	96,815
영업이익	13,491	8,535	15,337
세전손익	11,587	5,600	12,354
당기순이익	8,667	4,184	9,253
EPS(원)	13,311	6,427	14,108
증감률(%)	144.7	-51.7	119.5
PER(배)	3.5	5.5	2.5
ROE(%)	19.4	8.4	16.7
PBR(배)	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	5.8	6.3	4.8

설명회 Q&A

Q1. 원전 발전 비중 감소 및 하반기 전망

- 예방정비 장기화 등의 영향으로 1H26 원전 이용률이 다소 부진했던 것은 사실
- 하반기 세월 3호기 등 신규 원전 진입 및 기존 원전 예방정비 적기 복귀 여부를 지속 모니터링 중
- 연간 원전 이용률은 80% 초중반 전망 유지

Q2. 2Q26 기타 영업비용 증가 요인

- 한수원 원전 예방정비 기간 장기화로 수선유지비 약 1,013 억원 증가
- 남동발전의 민간 석탄발전사 연료 공급 사업 관련 재료비 약 703 억원 증가

Q3. 지역별 차등 요금제 도입에 따른 재무 영향 및 일정

- 지역별 요금제 도입에 따른 대외적인 영향은 현재 답변하기 어려움
- 하반기 공청회 등 의견 수렴을 거쳐 최종안 확정 예정
- 지역 도매시장 개편과 연계해 연내 도입 목표로 추진 중

Q4. 3Q26 연료비 및 SMP 전망

- 2Q26 SMP는 전년 동기 대비 낮은 수준
- 다만 7~8월 SMP는 전년 대비 높은 수준 기록
- 국제 연료가격 상승 영향이 시차를 두고 손익에 반영되는 것으로 판단

Q5. 연내 전기요금 인상 가능성

- 누적 영업적자 해소와 사채발행배수 목표 달성을 위해 전기요금 조정이 필요한 상황
- 요금 조정, 원가 및 제반 경제 상황 등 대내외 변수를 모니터링하며 정부와 지속 협의할 계획

Q6. '27 년말 사채발행배수 2 배 이내 달성 가능 여부

- '27 년말 2 배수 이내 진입을 위해 노력할 계획
- 영업활동을 통한 순이익 확보와 적정 수준의 요금 인상 추진을 병행할 계획

Q7. 한수원 기타 총당부채 설정액

- 당기 중 1,642 억원을 마이너스 비용으로 인식

Q8. 대규모 사전력망 프로젝트 추진을 위한 자금 여력 및 해결방안

- 메가 프로젝트 및 대규모 그리드 구축은 중장기적으로 진행
- 따라서 단기간에 대규모 자금이 필요한 구조는 아님
- 중장기 투자계획, 투자비 규모 및 자금 운용방안을 종합적으로 검토 중
- 정부 및 관련 이해관계자, 한전 유관부서와 다양한 자금조달·운용 방안을 검토할 계획

연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	97,261	98,150	96,880	96,815	(0.4)	(1.4)
영업이익	14,673	20,645	8,535	15,337	(41.8)	(25.7)
영업이익률(%)	15.1	21.0	8.8	15.8	(6.3)	(5.2)
EBITDA	30,114	36,585	23,976	31,277	(20.4)	(14.5)
EBITDA 이익률(%)	31.0	37.3	24.7	32.3	(6.2)	(5.0)
순이익	8,843	13,343	4,184	9,253	(52.7)	(30.7)

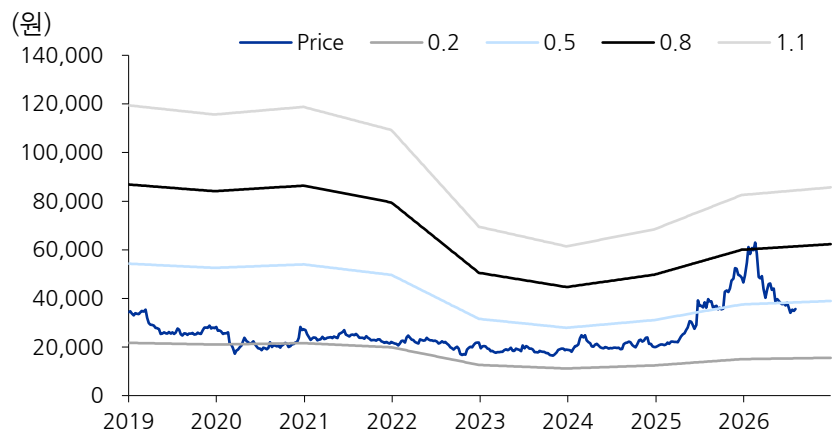
자료: 유진투자증권

세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	24,224	21,950	27,572	23,683	24,398	21,919	27,724	22,839	97,429	96,880	96,815
영업비용	20,470	19,814	21,920	21,734	20,614	20,790	26,568	20,372	83,939	88,345	81,477
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	4,925	6,031	5,347	19,436	21,521	22,095
구입전력비	8,757	8,601	9,249	7,446	8,720	8,487	13,277	7,914	34,053	38,398	28,948
기타	6,704	6,898	7,171	9,677	6,676	7,379	7,261	7,111	30,450	28,427	30,434
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,949	3,784	1,129	1,156	2,467	13,491	8,535	15,337
OPM(%)	15.5	9.7	20.5	8.2	15.5	5.1	4.2	10.8	13.8	8.8	15.8
세전이익	3,232	1,665	5,349	1,341	3,395	426	365	1,414	11,587	5,600	12,354
순이익	2,362	1,176	3,790	1,339	2,519	278	274	1,113	8,667	4,184	9,253

자료: 한국전력, 유진투자증권

PBR Band chart



자료: 유진투자증권

한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	246,808	254,927	257,512	264,490	272,850
유동자산	29,255	30,715	28,964	29,648	29,671
현금성자산	4,489	5,270	4,031	4,730	4,067
매출채권	12,128	12,519	12,254	12,246	12,625
재고자산	9,769	10,153	9,905	9,898	10,205
비유동자산	217,553	224,212	228,548	234,843	243,178
투자자산	33,424	35,360	35,161	35,137	36,226
유형자산	182,983	187,752	192,346	198,702	205,966
기타	1,146	1,101	1,042	1,004	986
부채총계	205,445	205,605	206,394	204,765	205,034
유동부채	63,969	67,107	67,392	65,253	65,007
매입채무	9,079	8,412	8,696	8,690	8,960
유동성이자부채	45,069	46,449	46,449	44,316	43,801
기타	9,820	12,247	12,247	12,247	12,247
비유동부채	141,476	138,497	139,002	139,512	140,027
비유동이자부채	91,448	86,636	86,636	86,636	86,636
기타	50,028	51,861	52,365	52,875	53,390
자본총계	41,363	49,323	51,118	59,726	67,816
지배지분	39,915	48,170	49,965	58,573	66,663
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,410	2,410	2,410	2,410
이익잉여금	20,128	28,501	31,637	40,244	48,334
기타	14,133	14,049	12,709	12,709	12,709
비지배지분	1,448	1,153	1,153	1,153	1,153
자본총계	41,363	49,323	51,118	59,726	67,816
총차입금	136,518	133,086	133,086	130,953	130,438
순차입금	132,029	127,816	129,054	126,222	126,370

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	15,876	20,880	19,183	24,883	24,409
당기순이익	3,622	8,667	4,184	9,253	9,203
자산상각비	13,997	13,789	15,441	15,939	16,513
기타비현금성손익	7,134	9,204	(2,161)	(1,609)	(2,142)
운전자본증감	(3,790)	(5,383)	798	9	(417)
매출채권감소(증가)	(189)	(360)	265	8	(380)
재고자산감소(증가)	(1,413)	(1,567)	248	7	(307)
매입채무증가(감소)	12	(1,456)	285	(6)	269
기타	(2,201)	(2,000)	0	0	0
투자현금	(14,093)	(18,445)	(19,432)	(21,602)	(23,594)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(215)	(2,082)	545	655	165
설비투자	(14,216)	(15,834)	(19,860)	(22,126)	(23,611)
유형자산처분	403	468	0	0	0
무형자산처분	(91)	(99)	(117)	(131)	(148)
재무현금	(3,849)	(2,635)	(990)	(2,582)	(1,478)
차입금증가	(4,219)	(2,491)	0	(2,133)	(515)
자본증가	(137)	(219)	(990)	(449)	(963)
배당금지급	137	219	990	449	963
현금 증감	(1,960)	(142)	(1,239)	699	(663)
기초현금	4,343	2,383	2,241	1,002	1,701
기말현금	2,383	2,241	1,002	1,701	1,038
Gross Cash flow	24,753	31,659	18,386	24,874	24,826
Gross Investment	17,884	23,828	18,634	21,593	24,011
Free Cash Flow	6,870	7,831	(249)	3,281	815

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	93,399	97,429	96,880	96,815	99,816
증가율(%)	5.9	4.3	(0.6)	(0.1)	3.1
매출원가	81,964	80,705	84,400	77,453	80,352
매출총이익	11,435	16,725	12,480	19,361	19,464
판매 및 일반관리비	3,070	3,234	3,945	4,024	4,149
기타영업손익	0	5	22	2	3
영업이익	8,365	13,491	8,535	15,337	15,315
증가율(%)	흑전	61.3	(36.7)	79.7	(0.1)
EBITDA	22,362	27,279	23,976	31,277	31,828
증가율(%)	163.4	22.0	(12.1)	30.4	1.8
영업외손익	(3,108)	(1,904)	(2,934)	(2,983)	(3,011)
이자수익	538	467	459	453	421
이자비용	4,665	4,340	4,212	4,195	4,174
지분법손익	882	576	461	645	626
기타영업외손익	136	1,393	358	114	116
세전순이익	5,257	11,587	5,600	12,354	12,304
증가율(%)	흑전	120.4	(51.7)	120.6	(0.4)
법인세비용	1,635	2,920	1,417	3,101	3,101
당기순이익	3,622	8,667	4,184	9,253	9,203
증가율(%)	흑전	139.3	(51.7)	121.2	(0.5)
지배주주지분	3,492	8,545	4,126	9,057	9,053
증가율(%)	흑전	144.7	(51.7)	119.5	(0.0)
비지배지분	130	122	58	197	151
EPS(원)	5,439	13,311	6,427	14,108	14,102
증가율(%)	흑전	144.7	(51.7)	119.5	(0.0)
수정EPS(원)	5,439	13,311	6,427	14,108	14,102
증가율(%)	흑전	144.7	(51.7)	119.5	(0.0)

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	5,439	13,311	6,427	14,108	14,102
BPS	62,177	75,035	77,832	91,240	103,842
DPS	213	1,542	700	1,500	1,500
밸류에이션(배, %)					
PER	3.7	3.5	5.5	2.5	2.5
PBR	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3
EV/ EBITDA	6.5	5.8	6.3	4.8	4.7
배당수익율	1.1	3.3	2.0	4.2	4.2
PCR	0.5	1.0	1.2	0.9	0.9
수익성(%)					
영업이익율	9.0	13.8	8.8	15.8	15.3
EBITDA이익율	23.9	28.0	24.7	32.3	31.9
순이익율	3.9	8.9	4.3	9.6	9.2
ROE	9.2	19.4	8.4	16.7	14.5
ROIC	3.6	6.3	3.9	6.8	6.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	319.2	259.1	252.5	211.3	186.3
유동비율	45.7	45.8	43.0	45.4	45.6
이자보상배율	1.8	3.1	2.0	3.7	3.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.8	7.9	7.8	7.9	8.0
재고자산회전율	10.0	9.8	9.7	9.8	9.9
매입채무회전율	10.5	11.1	11.3	11.1	11.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

