

한국전력 (015760)

낮아진 기대치, 시작된 구조 변화

Summary

한국전력에 대해 BUY, 목표주가 47,000원으로 커버리지를 개시한다. 단기 실적은 부담스럽다. 3분기 들어 SMP가 빠르게 상승한 반면 전기요금은 동결됐으며, 이에 따라 3Q26 영업이익은 1조 8,753억원(YoY -66.8%), 2026년은 6조 6,501억원(YoY -50.7%)으로 전망한다. 2027년 영업이익도 6조 9,416억원으로 낮은 수준에 머물 것으로 추정한다.

그럼에도 현 시점에서 긍정적인 이유는 단기 이익 기대가 낮아진 사이 장기 성장의 가시성은 오히려 높아졌기 때문이다. AI 데이터센터와 반도체 수요를 반영하면서 12차 전기본의 장기 전력수요 전망이 크게 상향됐고, 이에 따라 송·변전망과 원전의 역할도 확대될 가능성이 높아졌다.

투자포인트는 두 가지다. 첫째, 원전이다. 기존 원전의 안정적인 가동은 LNG와 외부 구입 전력 의존도를 낮춰 높아진 조달원가를 완충한다. 향후 국내 추가 원전과 해외 신규 원전은 현재 실적과 목표주가에 별도 가치를 반영하지 않은 추가 상승요인이다. 둘째, Grid다. AI·반도체 수요 증가로 장기간 송·변전 투자가 이어지면서 한전의 자산 성장 가능성이 높아졌다.

다만, 현재 목표주가는 장기 성장 기대를 공격적으로 선반영하지 않았다. 12차 전기본의 추가 원전과 해외 신규 원전 수주 가치는 별도로 반영하지 않았고, Grid 투자 역시 향후 투자비 회수가 확인될 필요가 있다는 점에 대해 평가했다. 단기 실적을 보수적으로 추정한 상황에서 원가 안정과 원전 이용률 개선, 국내외 원전 사업 구체화, 투자재원 다변화가 진행될 경우 실적과 기업가치의 추가 상승 여지가 남아 있다고 판단한다.

관건은 늘어난 투자자산을 실제 현금과 수익으로 회수할 수 있는지다. 대규모 Grid 투자로 차입 부담은 당분간 이어지겠지만, 정부 출자와 정책성 비용의 재정지원, 전기요금 선납 등 투자재원을 다변화하려는 움직임도 나타나고 있다. 향후 투자비 회수의 가시성이 높아질수록 한전의 장기 자산 성장이 주주가치로 이어질 가능성도 커질 전망이다.



손현정 유틸리티/음식료
hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **47,000원 (I)**

직전 목표주가 -원

현재주가 (9/9) **33,750원**

상승여력 **39%**

시가총액	216,663억원
총발행주식수	641,964,077주
60일 평균 거래대금	693억원
60일 평균 거래량	1,954,827주
52주 고/저	67,900원 / 30,850원
외인자본율	21.11%
배당수익률	3.27%
주요주주	한국산업은행 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.2)	(6.5)	(11.4)
상대	(15.9)	7.3	(59.0)
절대 (달러환산)	0.5	5.8	(8.0)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,767	0.7	26.7	27,781	0.0
영업이익	1,875	-66.8	66.2	2,565	-26.9
세전계속사업이익	2,513	-53.0	489.8	2,281	10.2
지배순이익	2,238	-40.4	737.1	1,705	31.2
영업이익률 (%)	6.8	-13.7 %pt	+1.7 %pt	9.2	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	8.1	-5.5 %pt	+6.9 %pt	6.1	+2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	93,399	97,429	97,700	98,963
영업이익	8,365	13,491	6,650	6,942
지배순이익	3,492	8,545	3,647	3,880
PER	3.9	2.5	5.9	5.6
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.5	5.5	7.3	7.3
ROE	9.2	19.4	7.4	7.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

1. 2027년까지 낮아지는 이익 눈높이

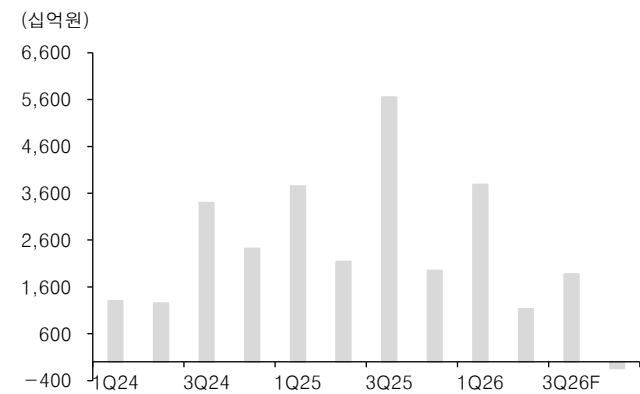
1) 3Q26 Preview: 조달비용 상승으로 감익 전망

3Q26 연결 매출액은 27조 7,667억원(YoY +0.7%), 영업이익은 1조 8,753억원(YoY -66.8%, OPM 6.8%)으로 전망한다. 전력판매량은 YoY +0.5% 증가하고 판매단가는 전년과 유사한 수준을 예상해 외형 변화는 제한적이다. 반면 연료비는 6조 4,207억원(YoY +16.7%), 구입전력비는 11조 5,804억원(YoY +25.2%)으로 증가하며 수익성 하락을 주도할 전망이다.

특히 구입전력비 부담이 빠르게 높아지고 있다. 육지 월평균 SMP는 8월 148.4원/kWh 까지 상승했고, 9월 2일에는 일평균 167.91원/kWh를 기록했다. 반면 3분기 전기요금은 동결돼 판매단가 측면의 상쇄 효과는 제한적이다.

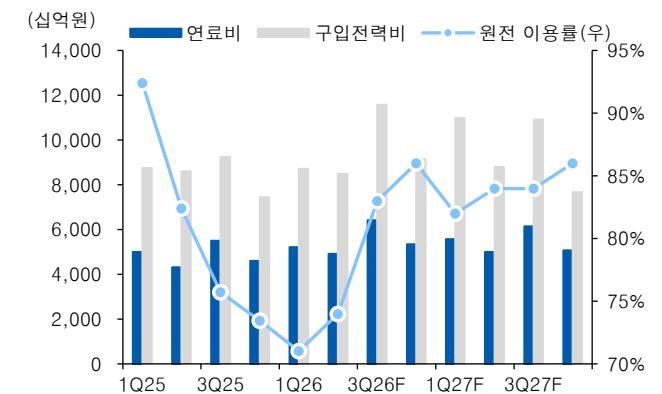
원전 이용률 상승은 비용 부담을 일부 완화할 전망이다. 다만 구입전력단가와 연료 투입단가의 상승폭이 더 크게 나타나면서, 3Q26 영업이익은 전년 대비 큰 폭의 감소가 예상된다. 결국 3분기 실적의 핵심 변수는 발전량 증가보다 조달단가 상승에 있다.

한국전력 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

연료비 · 구입전력비 및 원전이용률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

2) 2026년: 판매는 정체, 조달비용은 두 자릿수 증가

2026년 연결 매출액은 97조 6,997억원(YoY +0.3%), 영업이익은 6조 6,501억원(YoY -50.7%, OPM 6.8%)으로 전망한다. 연간 전력판매량과 판매단가는 각각 YoY -0.2%, -0.1%로 전년과 유사한 수준을 예상한다. 전기판매수의 역시 전년 대비 큰 변화가 없어 매출 성장은 제한적이다.

감익은 비용에서 발생한다. 연료비는 21조 9,150억원(YoY +12.8%), 구입전력비는 37조 9,458억원(YoY +11.4%)으로 추정한다. 2024~2025년 실적 개선을 이끌었던 조달원가 하락 효과가 약해지고, 하반기로 갈수록 높아진 SMP와 연료가격이 비용에 반영되는 영향이다.

원전 이용률도 연간 기준으로는 78.5%로 2025년 81.0%보다 낮아질 것으로 예상된다. 3분기 이후 이용률은 회복되지만 상반기 부진의 영향이 연간 실적에 남는다. 이에 따라 하반기에도 비용 부담이 이어지며, 4분기 영업손익은 손익분기점 부근까지 낮아질 것으로 전망한다.

2026년은 판매 감소보다 조달비용 상승이 이익 감소를 설명하는 해다. 매출액은 전년 수준을 유지하지만 연료비와 구입전력비가 각각 두 자릿수 증가하면서 영업이익은 절반 수준으로 낮아질 것으로 예상된다.

3) 2027년: 원전 이용률 회복에도 높은 구입전력비 부담 지속

2027년 연결 매출액은 98조 9,633억원(YoY +1.3%), 영업이익은 6조 9,416억원(YoY 4.4%, OPM 7%)으로 전망한다. 전력판매량은 YoY +0.8%, 평균 판매단가는 +0.5% 증가하는 것으로 추정해 매출은 완만하게 성장할 전망이다.

발전믹스도 2026년보다 개선되는 것으로 가정했다. 원전 이용률은 84.0%까지 회복될 것으로 예상하며, 이에 따라 저원가 원전 발전량 증가가 연료비 부담을 일부 완화할 전망이다.

현재 실적 추정은 높은 조달원가가 이어지는 상황을 보수적으로 반영한 수치다. 향후 국제 에너지가격과 SMP가 예상보다 빠르게 안정되거나 원전 이용률이 당사 가정을 웃돌고, 전기요금 조정폭이 확대될 경우 실적 상향 여지가 있다. 반면 높은 조달가격이 장기화될 경우 수익성 회복 시점도 늦어질 수 있다.

당사는 2027년까지 보수적인 이익 추정을 반영하면서도 한국전력을 긍정적으로 본다. 이후 살펴볼 원전의 역할 확대와 Grid 투자에 따른 장기 자산 성장, 투자비 회수 여건의 변화는 증장기 기업가치에 추가적으로 반영될 여지가 있다고 판단한다.

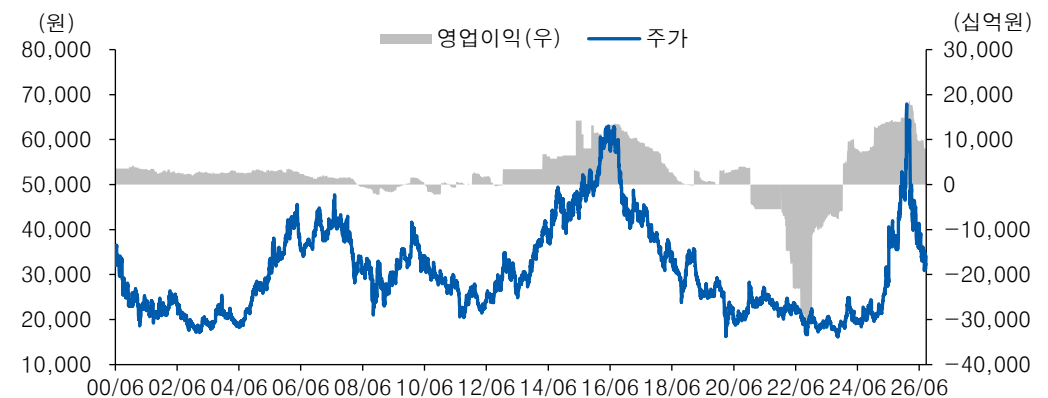
한국전력 실적 전망 및 주요 가정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
주요 가정											
원/달러 환율	1,462.5	1,386.8	1,395.9	1,447.3	1,466.9	1,503.0	1,435.6	1,420.0	1,420.3	1,456.4	1,408.0
적용 SMP (원/kWh)	115.6	122.6	117.0	95.3	107.1	118.1	153.0	143.0	112.6	130.3	133.3
Newcastle (USD/t)	106.9	102.7	111.0	107.6	122.4	137.0	131.3	130.0	107.0	130.2	126.0
LNG 발전단가 (원/kWh)	179.9	175.3	151.3	151.5	152.1	174.8	193.6	203.4	164.5	181.0	191.5
전력판매량 (GWh)	141,018.2	127,341.4	151,506.4	129,551.2	139,742.0	126,928.5	152,264.0	129,421.6	549,417.3	548,356.2	552,597.9
전력 판매단가 (원/kWh)	169.5	165.4	175.6	170.2	170.4	164.6	175.3	169.8	170.4	170.3	171.1
원전 이용률 (%)	92.4%	82.4%	75.7%	73.5%	71.0%	74.0%	83.0%	86.0%	81.0%	78.5%	84.0%
실적 추이 및 전망											
매출액	24,224.0	21,950.1	27,572.4	23,682.8	24,398.5	21,918.9	27,766.7	23,615.6	97,429.4	97,699.7	98,963.3
전기판매수익	23,211.2	20,946.3	26,474.1	22,373.0	23,223.3	20,740.8	26,566.7	22,305.6	93,004.6	92,836.4	94,002.8
기타매출	1,012.8	1,003.8	1,098.3	1,309.8	1,175.2	1,178.1	1,200.0	1,310.0	4,424.7	4,863.3	4,960.5
영업비용	20,470.4	19,814.2	21,920.5	21,704.6	20,614.3	20,790.3	25,891.4	23,753.5	83,909.7	91,049.6	92,021.7
연료비	5,010.0	4,315.2	5,500.8	4,610.4	5,217.7	4,925.2	6,420.7	5,351.4	19,436.4	21,915.0	21,810.3
구입전력비	8,756.8	8,601.0	9,248.5	7,446.4	8,720.3	8,486.6	11,580.4	9,158.5	34,052.7	37,945.8	38,385.7
기타	6,703.6	6,898.0	7,171.2	9,647.8	6,676.3	7,378.5	7,890.3	9,243.6	30,420.6	31,188.7	31,825.8
영업이익	3,753.6	2,135.9	5,651.9	1,949.2	3,784.2	1,128.6	1,875.3	-137.9	13,490.6	6,650.1	6,941.6
영업이익률	15.5%	9.7%	20.5%	8.2%	15.5%	5.1%	6.8%	-0.6%	13.8%	6.8%	7.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

한국전력 주가 vs 영업이익 추이



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

2. 원전, 높아진 비용을 완충하는 핵심 변수

1) 기존 원전, 에너지가격 상승기의 실적 방어

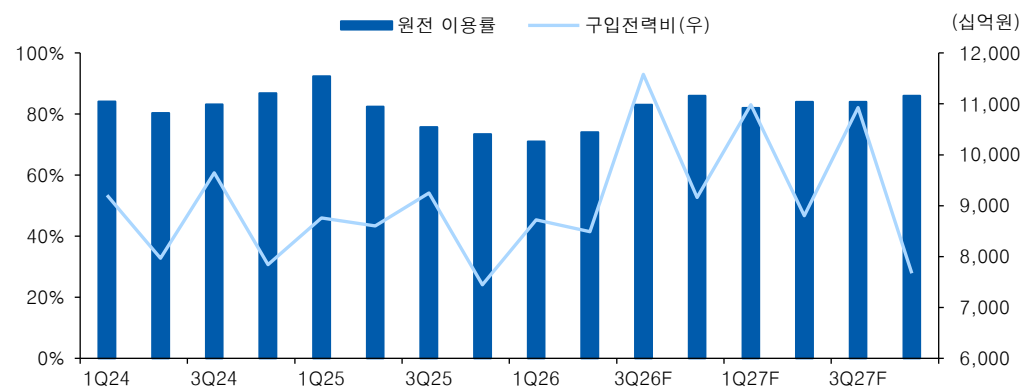
에너지가격과 SMP가 다시 상승하면서 원전 이용률의 중요성이 높아지고 있다. 원전 발전량이 늘면 상대적으로 비용이 높은 LNG 발전과 외부 구입전력 의존도를 낮출 수 있어 조달비용 상승을 일부 흡수할 수 있다. 반대로 계획예방정비가 집중되거나 이용률이 낮아지면 부족한 발전량을 LNG와 외부 구입전력으로 보완해야 해 원가 부담이 커진다.

당사는 3Q26 원전 이용률을 83.0%로 전년동기 75.7%보다 7.3%p 높게 전망한다. 3분기에는 이러한 원전 이용률 개선에도 높아진 구입전력단가와 연료 투입단가로 큰 폭의 감익을 예상하지만, 원전 발전량 회복이 비용 상승을 일부 완화할 전망이다. 2026년 연간 이용률은 상반기 정비 영향으로 78.5%를 예상하며, 2027년에는 84.0%까지 회복될 것으로 추정한다.

원전 이용률의 실적 영향도 크다. 당사 추정 기준 2027년 원전 이용률이 1%p 상승할 경우 연간 영업이익 개선 효과는 약 4,600억원이다. 추가 원전 발전량이 외부 구입전력을 대체한다는 가정에 따른 단순 민감도지만, 조달가격이 높을수록 안정적인 원전 가동의 가치가 커진다는 점을 보여준다.

따라서 현재 원전 투자포인트는 발전량 증가 자체보다 높아진 조달원가에 대한 방어력에 있다. 2024~2025년처럼 연료가격 자체가 하락하는 환경보다 현재와 같이 조달비용이 상승하는 구간에서 원전 이용률이 한전 수익성에 미치는 영향도 더욱 커질 전망이다.

원전 이용률과 구입전력비 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 변수별 2027년 영업이익 민감도

변수 변화	2027E OP 영향(십억원)	방향	반영
원전 이용률 +1%p	458	이익 증가	추가 원전 발전량이 시장구입 전력을 대체
판매단가 +1원/kWh	553	이익 증가	연간 판매량에 단가 인상 적용
SMP +10원/kWh	-2,398	이익 감소	시장 · PPA 구입량에 정산조정을 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

2) 전력수요 증가와 함께 원전의 역할도 확대

장기적으로는 높아진 전력수요와 전원구성 변화가 원전의 역할을 확대할 가능성이 높다. 12차 전기본 수립 과정에서 AI 데이터센터와 반도체를 반영한 전력수요 전망이 크게 상향된 가운데, 사업용 재생에너지 설비는 2040년 220GW 까지 확대하는 방안이 논의되고 있다. 동시에 석탄발전 축소가 추진되면서 대규모 신규 수요를 안정적으로 공급할 발전원과 저장설비의 확보가 중요해지고 있다.

국내 원전 설비는 현재 건설 중인 원전에 이어 제11차 전기본에 반영된 신규 대형원전과 SMR 까지 단계적인 확대가 예정돼 있다. 현재 상업운전 중인 원전 설비는 26.05GW이며, 12차 전기본에서는 상향된 전력수요를 고려한 추가 원전 여부도 논의되고 있다.

추가 원전의 구체적인 규모와 시점은 아직 확정 전인만큼 현재 실적 전망에는 반영하지 않았다.

한전에는 발전믹스 변화가 중요하다. 원전 발전비중이 높아질수록 LNG 와 외부 구입전력에 대한 의존도를 낮출 수 있어 국제 에너지가격과 환율 상승에 따른 실적 변동도 완화될 수 있다. AI 데이터센터와 반도체처럼 높은 부하율로 장시간 전력을 사용하는 수요가 확대될수록 안정적인 전원 확보의 중요성도 높아질 전망이다.

다만 신규 원전은 장기간의 설비투자를 수반한다. 원전 확대가 한전의 장기 수익성 개선으로 이어지기 위해서는 발전량 증가와 함께 건설비와 금융비용을 안정적으로 회수할 수 있는 구조가 뒷받침돼야 한다. 따라서 원전 확대의 장기 가치는 설비 증가와 함께 투자비 회수 구조까지 확인할 필요가 있다.

국내 원전 설비 확대 타임라인

단계	대상	추가 용량(GW)	일정 · 상태	확정도
가동 중	기존 원전 26기	26.05	공식 가동설비 기준점	현황
건설 중	새울 3 · 4호기	2.80	건설 · 시운전 중 / 2026~27년 목표 구	준공 시점 변동 가능
건설 중	신한울 3 · 4호기	2.80	2032 / 2033년 준공 목표	정부 발표 목표
11차 계획	SMR	0.70	2035~2036년 계획 구간	사업화 · 인가 필요
11차 계획	신규 대형 원전 2기	2.80	2037 / 2038년 계획	부지 · 건설 절차 필요
12차 논의	추가 원전		추가 계획 · 규모 미확정	

자료: 유안타증권 리서치센터

3) 국내 추가 원전과 해외 수주는 추가 상승요인

현재 당사 2026~2028년 실적 전망에는 12차 전기본에서 논의되는 추가 원전의 효과를 반영하지 않았다. 실제 가동까지 상당한 시간이 필요하고 건설 초기에는 한수원의 설비투자과 자금조달이 먼저 발생하기 때문이다. 향후 신규 원전의 규모와 일정, 투자비 회수방식이 구체화되면 장기 실적과 밸류에이션에 단계적으로 반영할 수 있다.

해외 신규 원전 수주 역시 현재 목표주가에는 별도의 사업가치를 반영하지 않았다. 2026년 원전 수출체계 개편으로 향후 대부분의 해외 대형원전 사업에서는 한전과 한수원이 사업개발과 주계약을 공동 수행하고, 한전은 대외협상과 지분투자, 한수원은 건설과 운영을 중심으로 역할을 분담한다. 다만 체코·필리핀 대형원전과 i-SMR 사업은 기존 체계를 유지할 예정이다.

최근에는 미국 원전이 새로운 수주 가능성으로 부각되고 있다. 한·미 대미투자 협의에 미국 내 원전 8기 건설 추진 방향이 부각되며, 9월 18일 MOU 체결이 추진이 기대되고 있다. 다만 산업통상부는 대미투자 원전 프로젝트와 관련한 구체적인 사항은 아직 정해지지 않았다고 공식 설명했다. 현 단계에서는 원전 기수와 노형, 사업비를 실적이나 기업가치에 반영하기보다 향후 한전의 사업 참여방식과 투자규모, 수익구조가 구체화되는지를 확인할 필요가 있다.

체코 두코바니 5·6호기 프로젝트는 2025년 본계약 체결 이후 인허가와 부지조사 등 착공 준비가 진행 중이다. 본격적인 건설은 2029년 이후 예정돼 있으며, 현재 공개자료만으로는 2026~2028년 연도별 매출 인식 규모를 구체적으로 산정하기 어렵다. 이에 따라 당사 실적 추정에는 체코 프로젝트의 진행매출을 별도로 반영하지 않았다. 계약에는 테멜린 3·4호기 2기를 추가 공급할 수 있는 옵션도 포함돼 있어 향후 행사 여부에 따라 추가 수주 가능성도 열려 있다.

향후 해외 신규 원전이 확정되고 프로젝트별 투자규모와 수익구조가 구체화되면 별도의 사업가치를 검토할 수 있다. 현재는 기존 원전 이용률을 실적에 반영하고, 국내 추가 원전과 해외 신규 원전은 구체화 과정에 따라 추가적으로 반영할 여지를 남겨두고 있다.

3. Grid, 성장의 기회와 투자 부담이 함께 커진다

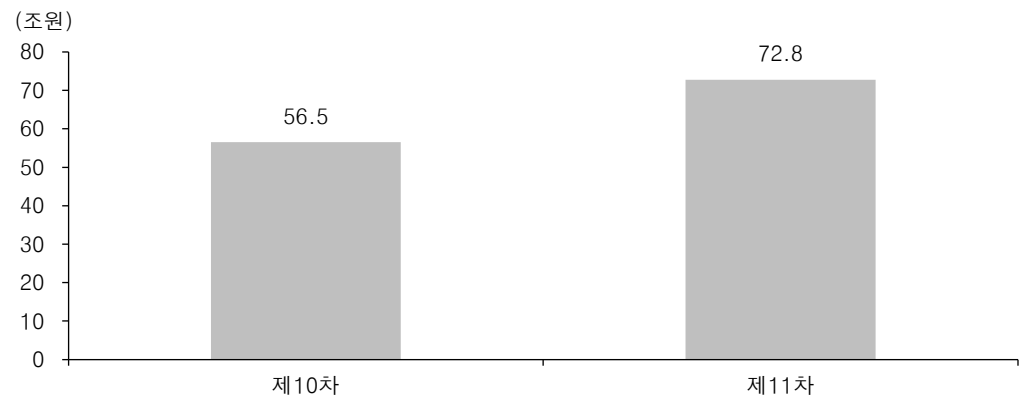
1) 높아진 전력수요, 송·변전 투자 사이클을 길게 만든다

AI 데이터센터와 반도체 클러스터를 반영하면서 국내 전력수요의 장기 경로가 높아졌다. 대규모 신규 수요는 발전설비뿐 아니라 발전지역과 수요지역을 연결하는 송전선로와 변전소 투자를 요구한다. 특히 수도권의 기존 수요와 용인·평택 반도체 클러스터가 확대되는 가운데 발전설비와 재생에너지는 비수도권에 집중돼 있어 장거리 송전망과 HVDC 확충의 필요성도 커지고 있다.

이미 제11차 장기 송·변전설비계획의 2024~2038년 투자비는 72.8조원으로 직전 계획의 56.5조원보다 16.3조원 증가했다. 이 가운데 발전설비 연계에 약 50.7조원, 첨단산업 등의 전력공급에 약 22조원이 예정돼 있다. 중요한 점은 해당 계획이 현재 논의 중인 12차 전기본의 상향된 전력수요와 사업용 재생에너지 220GW를 반영하기 이전에 수립됐다는 것이다. 향후 후속 송·변전설비계획에서 신규 선로와 변전소, HVDC를 중심으로 투자규모가 추가 확대될 가능성이 있다.

한전에는 장기간의 자산 성장 가시성이 높아지는 변화다. 신규 산업수요에 대한 전력공급뿐 아니라 재생에너지 계통연계와 노후설비 교체도 동시에 진행해야 해 전력망 투자는 수년에 걸쳐 이어질 전망이다. 당사는 2026~2028년 설비투자를 각각 19.5조원, 21.0조원, 23.0조원으로 추정한다. 현재 전망에는 12차 전기본 확정 이후 추가될 수 있는 송·변전 투자를 별도로 반영하지 않아, 후속 투자계획에 따라 설비투자 전망이 추가로 높아질 가능성도 있다.

장기 송·변전설비계획 투자금액



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

2) 자산 성장보다 현금 부담이 먼저 온다

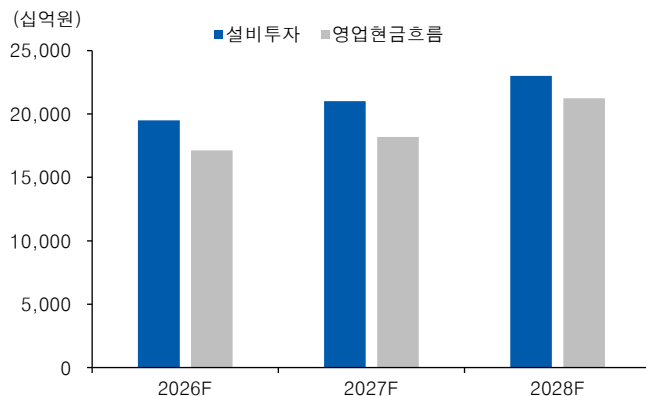
전력망 투자와 한전의 수익 인식에는 시차가 존재한다. 데이터센터와 반도체 공장이 실제 전력을 사용하기 전에 송전선로와 변전소를 먼저 구축해야 하기 때문이다. 한전은 투자비를 먼저 지출하고, 이후 가동된 자산의 비용과 투자보수가 요금에 반영돼야 현금으로 회수할 수 있다.

이러한 특성은 당분간 한전의 재무구조 개선을 제약할 전망이다. 1H26 한전의 연결 설비투자는 9.6조원으로 같은 기간 영업활동현금흐름 8.5조원을 이미 상회했다. 당사 추정에서도 2026~2028년 설비투자는 영업에서 창출하는 현금보다 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다.

높은 투자부담이 지속되면서 차입금 감소에도 시간이 필요하다. 당사 추정 연결 이자발생부채는 2025년 말 133.1조원에서 2026년 136.7조원, 2027년 144.7조원, 2028년 152.6조원으로 증가한다. 손익에 반영되는 이자비용도 2025년 4.3조원에서 2028년 5.2조원까지 높아질 것으로 예상된다. 이익이 회복된 이후에도 투자 확대가 현금흐름과 순이익 개선을 늦추는 구조다.

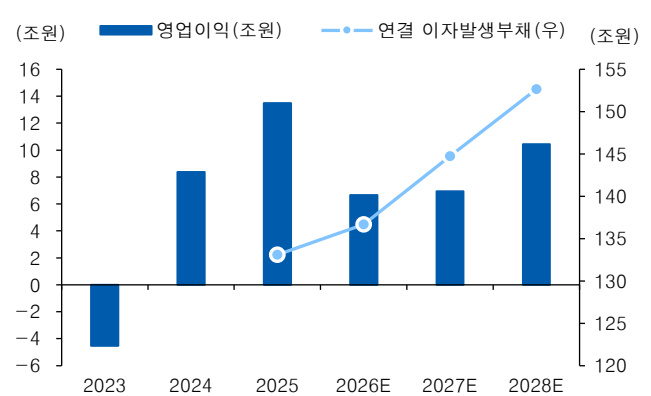
따라서 Grid 투자 확대를 한전의 성장으로 평가하기 위해서는 자산 증가와 함께 현금 회수도 확인돼야 한다. 향후 투자규모가 커지는 상황에서도 차입금 증가세가 둔화되고 금융비용이 낮아진다면, 늘어난 전력망 자산이 한전의 장기 수익으로 전환되고 있다는 근거가 될 수 있다.

한국전력 설비투자과 영업현금흐름 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

한국전력 영업이익 vs 연결 이자발생부채



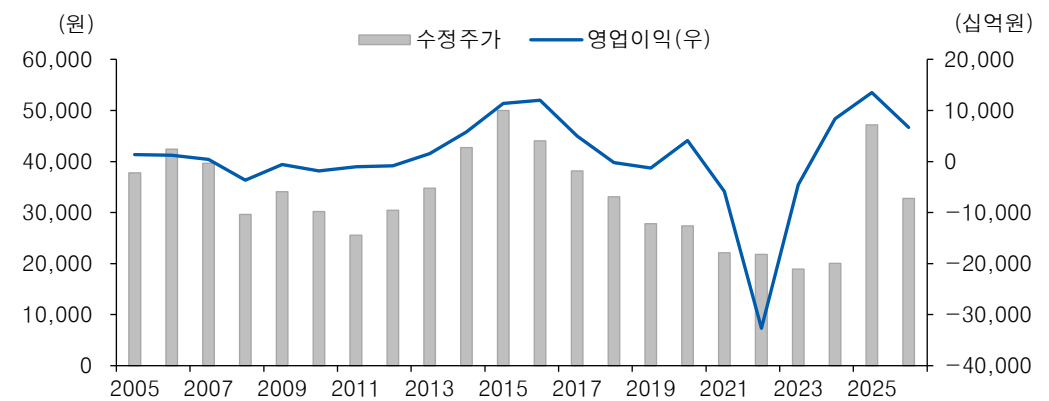
자료: 유안타증권 리서치센터

참고: 과거 주가도 투자규모보다 수익성 회복에 반응

한국전력은 과거에도 전력수요 증가에 대응해 발전·송전설비 투자를 확대해왔다. 그러나 투자 확대가 주가 상승으로 그대로 이어지지 않는 않았다. 2010년대 초반에는 설비투자가 지속되는 가운데 에너지가격 상승을 요금에 충분히 따라가지 못하면서 수익성과 재무구조가 악화됐다. 이후 전기요금 조정과 연료비 하락, 원전 가동 정상화가 맞물리며 실적과 현금창출력이 개선되자 주가 흐름도 크게 달라졌다.

이번 사이클에서도 같은 기준이 필요하다. AI·반도체가 전력망 투자규모를 키운다는 사실보다 늘어난 자산에서 적절한 수익을 확보하고 차입금 부담까지 낮출 수 있는지가 중요하다. 과거와 달리 장기 전력수요의 성장 가시성은 높아졌지만, 투자비 회수가 뒤따라야 자산 성장이 주주가치 상승으로 이어질 수 있다.

한국전력 장기 주가와 수익성



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

3) 비용과 투자부담을 나누는 움직임도 시작됐다

대규모 전력망 투자가 예정된 만큼 앞으로는 투자재원을 어떻게 마련할지도 중요하다. AI·반도체에 필요한 전력망은 한전의 장기 자산을 늘리는 동시에 국가 산업정책을 지원하기 위한 기반 시설의 성격도 갖는다. 투자비 대부분을 한전의 차입으로 먼저 조달할 경우 자산 성장과 함께 재무부담도 계속 커질 수 있다.

2027년 정부 예산안에서는 이러한 부담을 일부 분담하는 방향이 나타났다. 한국전력에 대한 현금출자 5,000억원, 전기요금 복지·특례 지원 3,500억원이 반영됐으며, 수요유치형 변전소 658억원과 송전단 ESS 5,724억원 등을 포함해 전력 분야에 총 1조 5,489억원이 편성됐다.

현재 발표된 지원규모만으로 한전의 재무구조가 크게 달라지기는 어렵다. 5,000억원은 연간 20조원 안팎의 설비투자과 100조원을 크게 웃도는 이자발생부채에 비하면 제한적인 규모다. 전력 분야 예산도 사업별로 한전의 현금흐름에 반영되는 방식이 다르다.

다만 정책 목적의 비용 일부를 정부 재정으로 이전하고, 전력망 구축에도 재정을 투입하기 시작했다는 방향성은 의미가 있다. 그동안 한전이 직접 부담하던 복지·특례 비용 일부가 재정으로 전환됐고, 첨단산업 전력공급을 위한 변전소와 계통설비에도 정부 지원이 확대됐다. 예산안은 국회 심의를 거쳐 연말 확정될 예정인 만큼 실제 규모와 집행방식을 확인할 필요가 있다.

재원 다각화는 정부 예산을 넘어 대규모 전력수요자까지 확대되고 있다. 한전은 삼성전자 20조원, SK하이닉스 5조원 등 총 25조원 규모의 향후 5년치 전기요금을 선납받는 방안을 제안했다. 미래의 전기요금 수입을 현재로 당겨 반도체 클러스터 등에 필요한 전력망 투자재원으로 활용하는 구조다. 현재 참여 여부와 금리, 선납규모 및 기간은 확정되지 않았으며 관련 법 개정도 필요해 당사 재무 추정에는 반영하지 않았다.

선납제는 이익을 늘리는 수단이라기보다 한전채 발행을 일부 대체하고 대규모 투자기간의 초기 유동성 부담을 낮출 수 있는 조달수단에 가깝다. 향후 제도가 실제 도입될 경우 한전의 투자여력은 높아질 수 있지만 미래 요금수입을 앞당겨 사용하는 만큼 구조적인 수익성 개선과는 구분할 필요가 있다.

이러한 변화가 대규모 송·변전 투자비의 회수방식까지 이어지는지가 중요하다. Grid 확대의 장기 가치는 투자규모보다 투자 이후의 현금 회수에서 결정될 전망이다. 투자비 회수의 예측 가능성이 높아질수록 한전이 늘어나는 전력망 자산을 장기 이익으로 전환할 가능성도 높아진다.

비용과 투자부담 부담의 변화

기존: 한국전력 부담 중심

변화: 재정 부담 경로 확대

정책성 요금 부담
전력망 설비투자
부족자금 차입 및 금융비용

현금출자: 자본 확충
복지 · 특례: 정책성 비용 지원
변전소 · ESS: 사업별 투자 지원

자료: 유안타증권 리서치센터

4. 목표주가 47,000원, 구조 변화의 가능성을 반영

한국전력에 대해 BUY, 목표주가 47,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS 84,816원에 Target PBR 0.55배를 적용해 산출했다.

Target PBR 0.55배에는 장기 전력수요 증가와 송·변전 자산의 성장, 원전의 역할 확대에 따른 이익 안정성 개선 가능성을 반영했다. 반면 대규모 설비투자가 지속되는 가운데 투자비 회수와 재무구조 개선은 아직 확인 과정에 있다. 장기 성장 가능성은 인정하되, 향후 회수구조 개선까지 모두 선반영하지 않는 수준으로 적용했다.

2026년 영업이익은 전년 대비 큰 폭으로 감소할 전망이다. 2027년에는 소폭 회복하더라도 과거 이익 고점에는 미치지 못할 것으로 예상한다. 여기에 2026~2028년 높은 설비투자가 이어지면서 차입금과 금융비용 부담도 당분간 지속될 전망이다. 최근 정부의 현금출자와 정책성 비용의 재정지원, 투자재원 다변화 논의는 긍정적인 변화지만 현재 단계에서 한전의 재무구조를 크게 바꿀 수준으로 평가하기에는 이르다.

1) 추가 재평가를 위해 필요한 조건

향후 주가의 추가 재평가를 위해서는 높아진 전력수요가 자산 성장에 그치지 않고 수익성과 현금흐름 개선으로 연결되는 과정이 확인돼야 한다. 에너지가격 상승에도 원전 이용률과 요금 조정을 통해 수익성이 안정적으로 유지되고, 전력망 투자 확대 과정에서 차입금 증가세가 둔화되는지가 중요하다.

특히 Grid 투자비의 요금 반영 방식이 구체화되고 한전채 순발행과 이자발생부채가 감소하기 시작한다면 투자비 회수에 대한 신뢰도도 높아질 수 있다. 정부 재정과 대규모 수요자의 요금 선납, 민간·정책금융 등 신규 투자재원 조달방식이 실제 제도로 이어지는지도 확인할 필요가 있다. 이러한 변화가 구체화될 경우 목표 PBR의 추가 상향을 검토할 수 있다.

국내 추가 원전과 해외 신규 원전 수주는 현재 목표주가에 별도의 사업가치로 반영하지 않았다. 12차 전기본에서 추가 원전 계획과 투자비 회수방식이 구체화되거나, 해외 프로젝트에서 한전의 투자규모와 수익구조가 확인될 경우 추가적인 기업가치 반영이 가능하다. 최근 미국 내 원전 건설이 대미 투자 프로젝트의 후보로 논의되고 있다는 점도 중장기 추가 상승요인이다.

2) 주요 리스크

가장 큰 리스크는 높은 조달원가가 장기간 지속되는 가운데 요금 조정이 제한되는 경우다. SMP와 LNG·석탄 가격이 높은 수준을 유지하면 구입전력비와 연료비 부담이 예상보다 커질 수 있다.

원전 이용률 하락도 실적 변동성을 높이는 요인이다. 계획예방정비가 예상보다 길어지거나 비계획정지가 발생하면 LNG 발전과 외부 구입전력 의존도가 높아져 비용 부담이 확대될 수 있다.

전력망 투자 확대 과정에서는 투자 속도와 회수 속도의 차이를 확인해야 한다. 12차 전기본을 반영한 송·변전 투자가 당사 예상보다 빠르게 증가하는 반면 요금과 재정지원, 신규 투자재원이 이를 충분히 따라가지 못할 경우 차입금과 금융비용 부담이 예상보다 커질 수 있다.

지역별 산업용 요금 할인 등 정책성 요금제도도 재원 마련 방식에 따라 실적 부담으로 작용할 수 있다. 판매수입 감소분을 정부 재정이나 도매구입비 절감으로 충분히 보전하지 못할 경우 투자비 회수여건 개선이라는 당사 투자논리가 약화될 수 있다.

한국전력 목표주가 산정

구분	내용	비고
27F BPS(원)	84,816	(a) 2027년 추정 BPS
Target PBR(배)	0.55	(b) 과거 3개년 PBR 상단의 10% 할인
주당가치(원)	46,649	(c) = (a) × (b)
목표주가(원)	47,000	
현재주가(원)	33,750	2026.09.09 종가
상승여력(%)	39	

자료: 유안타증권 리서치센터

한국전력 밸류에이션 Table

(단위: 십억원, 십억엔, 백만달러, 백만유로, 백만HKD)

		한국전력	한국가스 공사	한전 KPS	한전기술	TOKYO ELECTRIC POWER COMPANY	NEXTEAR ENERGY INC	ENGIE	HONG KONG & CHINA GAS	TOKYO GAS CO LTD	INDRAPRA ST HA GAS LTD
시가총액		21,666	3,337	2,160	5,469	924	174,868	61,323	136,310	2,095	2,269
매출액	2025	97,429	35,727	1,577	519	6,329	27,412	71,944	54,326	2,835	1,831
	2026F	97,700	37,782	1,631	577	6,823	31,337	76,474	56,075	3,040	1,979
	2027F	98,963	40,455	1,703	737	6,804	34,409	79,247	56,794	3,022	2,083
	2028F	100,322	40,007	1,766	914	6,779	37,564	82,660	57,925	3,028	2,271
영업이익	2025	13,491	2,101	146	35	338	8,280	7,669	8,336	198	150
	2026F	6,650	2,404	175	65	338	11,147	9,672	8,225	174	162
	2027F	6,942	2,201	193	95	238	13,025	10,423	8,383	188	200
	2028F	10,424	2,374	206	151	234	14,482	10,941	8,599	196	221
영업이익률	2025	13.8%	5.9%	9.3%	6.8%	5.3%	30.2%	10.7%	15.3%	7.0%	8.2%
	2026F	6.8%	6.4%	10.7%	11.2%	4.9%	35.6%	12.6%	14.7%	5.7%	8.2%
	2027F	7.0%	5.4%	11.3%	12.9%	3.5%	37.9%	13.2%	14.8%	6.2%	9.6%
	2028F	10.4%	5.9%	11.7%	16.5%	3.5%	38.6%	13.2%	14.8%	6.5%	9.7%
당기순이익(지배)	2025	8,545	133	124	85	-454	6,835	3,827	5,688	227	176
	2026F	3,647	1,197	149	58	214	8,425	5,154	6,287	127	178
	2027F	3,880	950	163	83	271	9,349	5,411	6,433	138	199
	2028F	5,598	1,090	174	127	266	10,217	5,687	6,656	142	220
PER	2025	3.6	27.3	17.9	40.3	18.3	21.9	27.6	21.3	11.3	13.2
	2026F	5.9	2.8	14.5	94.5	4.3	20.8	11.9	21.7	16.4	12.8
	2027F	5.6	3.5	13.3	65.8	3.4	18.7	11.3	21.2	15.1	11.4
	2028F	3.9	3.1	12.4	43.1	3.5	17.1	10.8	20.5	14.8	10.3
PBR	2025	0.6	0.3	1.7	5.5	0.4	3.0	1.8	2.3	1.4	1.8
	2026F	0.4	0.3	1.5	8.6	0.4	2.5	1.5	2.3	1.2	1.8
	2027F	0.4	0.2	1.5	8.0	0.3	2.3	1.5	2.3	1.1	1.7
	2028F	0.3	0.2	1.4	7.2	0.3	2.1	1.4	2.3	1.1	1.5

자료: Bloomberg, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

주) 시가총액은 26.09.09 기준

한국전력 (015760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	93,399	97,429	97,700	98,963	100,322
매출원가	81,964	80,705	87,831	88,691	86,520
매출총이익	11,435	16,725	9,868	10,272	13,802
판매비	3,070	3,234	3,218	3,330	3,378
영업이익	8,365	13,491	6,650	6,942	10,424
EBITDA	22,362	27,279	20,975	21,886	26,116
영업외손익	-3,108	-1,904	-2,469	-2,673	-3,101
외환관련손익	-2,495	643	90	105	-7
이자손익	-4,198	-3,899	-3,955	-4,434	-4,728
관계기업관련손익	882	576	550	300	450
기타	2,702	777	846	1,356	1,183
법인세비용차감전순이익	5,257	11,587	4,181	4,268	7,323
법인세비용	1,635	2,920	460	427	1,611
계속사업순이익	3,622	8,667	3,721	3,842	5,712
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,622	8,667	3,721	3,842	5,712
지배지분순이익	3,492	8,545	3,647	3,880	5,598
포괄순이익	4,251	8,521	3,683	3,814	5,684
지배지분포괄이익	4,070	8,426	3,642	3,771	5,620

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	15,876	20,880	17,124	18,184	21,228
당기순이익	3,622	8,667	3,721	3,842	5,712
감가상각비	13,834	13,630	14,163	14,784	15,531
외환손익	2,367	-407	-90	-105	7
중속, 관계기업관련손익	0	0	-550	-300	-450
자산부채의 증감	-3,790	-5,383	1,829	-2,165	-2,175
기타현금흐름	-156	4,373	-1,950	2,128	2,603
투자활동 현금흐름	-14,093	-18,445	-19,800	-21,635	-23,668
투자자산	-137	-2,746	-45	-212	-228
유형자산 증가 (CAPEX)	-14,216	-15,834	-19,500	-21,000	-23,000
유형자산 감소	403	468	0	0	0
기타현금흐름	-143	-333	-255	-423	-441
재무활동 현금흐름	-3,849	-2,635	3,681	8,928	8,960
단기차입금	-1,548	791	1,595	672	645
사채 및 장기차입금	174	-4,223	2,025	7,399	7,264
자본	0	-34	0	0	0
현금배당	-137	-219	-990	-193	0
기타현금흐름	-2,338	1,050	1,050	1,050	1,050
연결범위변동 등 기타	106	58	2,478	-1,076	-1,660
현금의 증감	-1,960	-142	3,483	4,401	4,860
기초 현금	4,343	2,383	2,241	5,723	10,125
기말 현금	2,383	2,241	5,723	10,125	14,985
NOPLAT	8,365	13,491	6,650	6,942	10,424
FCF	1,660	5,046	-2,376	-2,816	-1,772

자료: 유안타증권

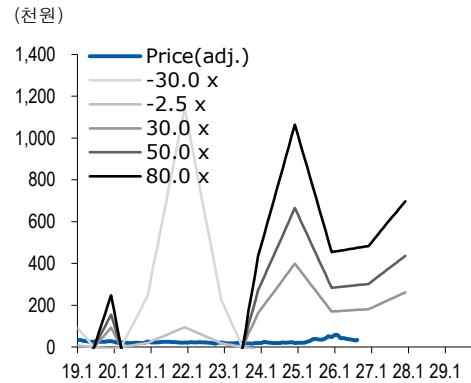
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	29,255	30,715	31,131	35,481	40,427
현금및현금성자산	2,383	2,241	5,723	10,125	14,985
매출채권 및 기타채권	12,128	12,519	8,565	8,732	8,877
재고자산	9,769	10,153	11,208	10,905	10,761
비유동자산	217,553	224,212	230,890	237,098	244,572
유형자산	182,983	187,752	193,088	199,304	206,773
관계기업 등 지분관련 자산	11,286	13,364	13,401	13,574	13,761
기타투자자산	4,946	4,566	4,574	4,612	4,654
자산총계	246,808	254,927	262,022	272,579	285,000
유동부채	63,969	67,107	70,035	73,144	76,432
매입채무 및 기타채무	9,079	8,412	9,286	9,035	8,916
단기차입금	9,123	9,979	11,573	12,238	12,875
유동성장기부채	35,319	35,908	37,175	39,715	42,318
비유동부채	141,476	138,497	139,970	143,797	147,245
장기차입금	3,119	3,275	3,283	3,472	3,653
사채	84,973	80,608	81,357	86,027	90,507
부채총계	205,445	205,605	210,005	216,942	223,678
지배지분	39,915	48,170	50,789	54,449	60,018
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	31,158	34,845	40,443
비지배지분	1,448	1,153	1,227	1,189	1,303
자본총계	41,363	49,323	52,017	55,638	61,322
순차입금	130,551	126,495	129,894	137,965	145,874
총차입금	136,518	133,086	136,706	144,777	152,686

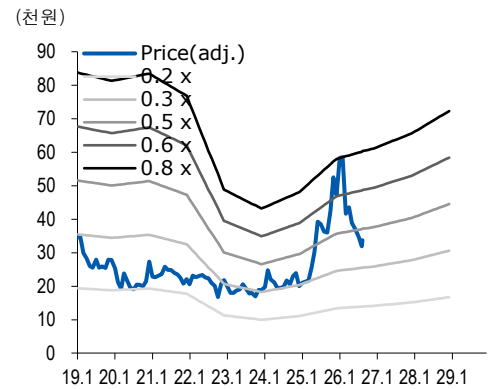
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	5,439	13,311	5,681	6,044	8,720
BPS	62,177	75,035	79,115	84,816	93,492
EBITDAPS	34,834	42,494	32,673	34,093	40,682
SPS	145,489	151,768	152,189	154,157	156,274
DPS	213	1,542	300	0	400
PER	3.9	2.5	5.9	5.6	3.9
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.5	5.5	7.3	7.3	6.5
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	5.9	4.3	0.3	1.3	1.4
영업이익 증가율 (%)	흑전	61.3	-50.7	4.4	50.2
지배순이익 증가율 (%)	흑전	144.7	-57.3	6.4	44.3
매출총이익률 (%)	12.2	17.2	10.1	10.4	13.8
영업이익률 (%)	9.0	13.8	6.8	7.0	10.4
지배순이익률 (%)	3.7	8.8	3.7	3.9	5.6
EBITDA 마진 (%)	23.9	28.0	21.5	22.1	26.0
ROIC	3.1	5.3	3.1	3.2	4.0
ROA	1.4	3.4	1.4	1.5	2.0
ROE	9.2	19.4	7.4	7.4	9.8
부채비율 (%)	496.7	416.9	403.7	389.9	364.8
순차입금/자기자본 (%)	327.1	262.6	255.8	253.4	243.0
영업이익/금융비용 (배)	1.8	3.1	1.5	1.4	2.0

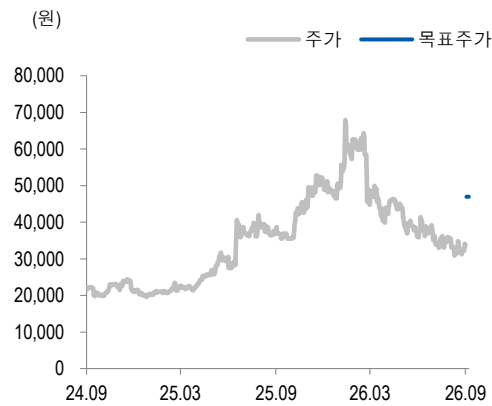
P/E band chart



P/B band chart



한국전력 (015760) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-09-10	BUY	47,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.