

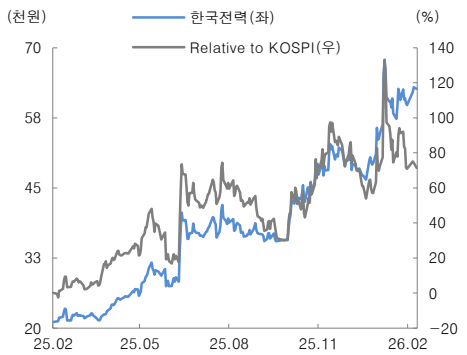
한국전력 (015760)

아직 해외 원전 EPC 사업가치 재평가는 끝나지 않았다!

투자의견	BUY (매수, 유지)
목표주가	80,000원 (상향)
현재주가 (26.02.23)	62,700원

KOSPI	5846.09
시가총액	40,251십억원
시가총액비중	1.21%
자본금(보통주)	3,210십억원
52주 최고/최저	67,900원/21,350원
120일 평균 거래대금	1,899억원
외국인지분율	23.48%
주요주주	한국산업은행외 1인 51.11% 국민연금공단 7.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.5	30.2	61.8	186.3
상대수익률	-12.6	-14.2	-12.3	30.0



- 목표주가 80,000원(2026F PBR 0.87배)으로 상향. 1) 미국과 원전 협력을 통해 미국 대형 원전 및 SMR 건설뿐만 아니라 해외 시장 공동 진출 예상. 이에 따른 해외 원전 EPC 사업가치 재평가 기대. 2) 2026년 전기요금 인상 효과(가정/상업용 인상, 산업용 인하)를 기대하기 쉽지 않지만, 중장기 우호적인 요금 정책 지속, 동해안 송전망 준공, 발전믹스 개선 등에 따른 실적 개선 및 자본 증대 지속 예상. 3) 2026년 별도 기준 순이익은 7.7조 원, 배당성향 30% 가정 시, DPS는 3,600원, 현재 주가 기준 배당수익률은 5.7% 예상
- 한국전력(한수원)이 AP1000 원전의 '원자로 및 터빈 빌딩 시공 + 보조기기 EPC'를 담당할 경우, 2기당 수주금액은 18.8조 원(65%, 이하 예상 순공사비 29조 원 대비), 2) '원자로 빌딩 시공 + 터빈 빌딩 및 보조기기 EPC'를 담당할 경우, 23.1조 원(80%)으로 추정. 3) 한국형 원전의 수주금액은 26조 원 예상
- 2026년 매출액 98.18조 원(+1%, 이하 YoY), 영업이익 18.89조 원(22%) 전망. 연평균 환율 상승(2026년 1,450 원/달러, +28원/달러로 가정) 등에도 불구하고, 2H25 유가 하락에 따른 2026년 LNG 수입 가격(유가에 5~6개월 후행) 하락, 원전 가동률 88.6%(+8.7%p)로 회복 등에 힘입어 연료비 및 전력구입비 감소 예상

(십억원, 원, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	88,219	93,399	98,146	98,183	99,314
영업이익	-4,542	8,365	15,495	18,887	19,958
세전순이익	-7,554	5,257	13,213	15,226	16,265
총당기순이익	-4,716	3,622	9,583	11,572	12,362
지배지분순이익	-4,823	3,492	9,441	11,398	12,176
EPS	-7,512	5,439	14,707	17,756	18,967
PER	-2.5	3.7	3.2	2.7	2.5
BPS	55,837	62,177	76,671	91,486	106,854
PBR	0.3	0.3	0.8	0.7	0.6
ROE	-12.6	9.2	21.2	21.1	19.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력 (015760)

한국전력의 시나리오별 2035년 해외 원전 실적 전망 및 밸류에이션

(단위: 십억원, %)	Bear_2	Bear_1	Base	Bull_1	Bull_2	Base시나리오의 실적 및 밸류에이션 가정
원전 EPC 수주 기수 (2년 평균)	4	5	12	18	24	
APR 1000/1400	1	2	2	2	2	2년 평균 1개 프로젝트(2기) 수주
K-SMR(i-SMR 등)	2	2	4	6	8	2년 평균 1개 프로젝트(4기)
미국 AP1000	1	1	2	2	2	2년 평균 1개 프로젝트(2기)
해외 SMR 80MW	0	0	4	8	12	연평균 1개 프로젝트(4기)
2050년까지 수주 설비용량 (GW)	19.4	27.8	41.9	48.2	54.5	
APR 1000/1400	8.4	16.8	16.8	16.8	16.8	
K-SMR	3.2	3.2	6.5	9.7	12.9	
미국 AP1000	7.8	7.8	15.6	15.6	15.6	
해외 SMR 80MW	0.0	0.0	3.0	6.1	9.1	
2050년까지 합산 점유율	2.3%	3.2%	4.9%	5.6%	6.3%	
K-원전	1.4%	2.3%	2.7%	3.1%	3.5%	
해외 원전	0.9%	0.9%	2.2%	2.5%	2.9%	
매출액	15,375	21,874	33,515	39,062	44,608	환율 1,400원/달러
APR 1000/1400	6,500	12,999	12,999	12,999	12,999	수주금액 2기당 186억달러
K-SMR	2,782	2,782	5,563	8,345	11,127	수주금액 2기당 4억달러
미국 AP1000	6,094	6,094	12,187	12,187	12,187	수주금액 2기당 174억달러
해외 SMR	0	0	2,765	5,530	8,295	수주금액 2기당 20억달러
공헌이익	999	1,422	2,178	2,539	2,900	이익률 6.5% (기대 이익률 6~7%)
순이익	760	1,081	1,656	1,930	2,204	법인세율 24%
목표 PER	11	11	11	11	11	적정 PER 11배: Flour(글로벌 원자력 등 플랜트 EPC)의 2026F PER 16배 대비 30% 할인(시간가치 할인)
사업가치	8,507	12,103	18,543	21,612	24,681	

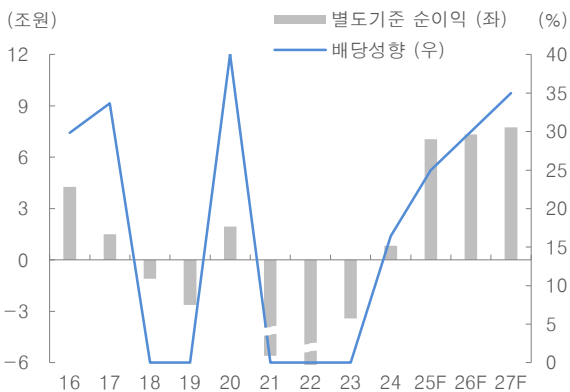
자료: 대신증권 Research Center
주: 해외 SMR 80MW은 X-energy, Oklo, TerraPower, ARC 등 북미 4세대 SMR 업체

	Value	비고
국내 전력사업 가치	32,529	
26F 평균 자본총계	58,731	요금 규제 완화, 재무구조 개선 시기인 2014~16년 최고 PBR 평균 0.56배 적용
적정 PBR	0.55	향후 실적 개선으로 자본 증가, 점진적 배당성향 상승, 중장기 요금 인상 가능성 존재 등을 감안
해외 원전 EPC 사업 가치	18,543	2035년 예상 해외 원전 사업 순이익 0.89조원
35년 해외 원전 EPC 순이익	1,656	해외 원전 사업 적정 PER 11배: 글로벌 원자력/발전/산업 플랜트 EPC인 Flour의 2026F PER
적정 PER	11	16배 대비 30% 할인(시간가치 할인)
한국전력 적정 가치	51,072	
적정 PBR	0.87	
총 사업 적정 주가	80,000	26F DPS 3,600원(별도 기준 배당성향 30%), 목표 주가는 배당 수익률 4.5%
현재 주가	62,700	현재 주가는 26F PBR 0.69배(27F PBR 0.59배), 26F 배당 수익률 5.7%
상승 여력	27.6	

자료: 대신증권 Research Center

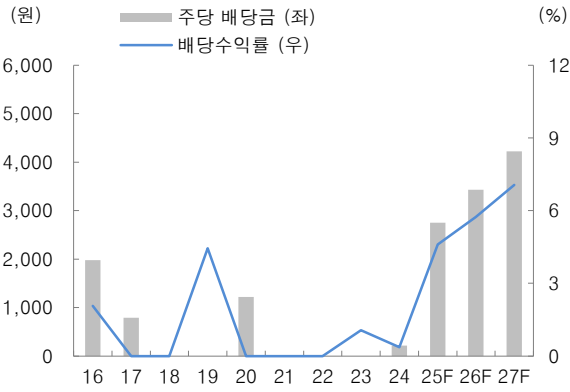
한국전력 (015760)

한국전력 별도기준 순이익, 배당성향 전망



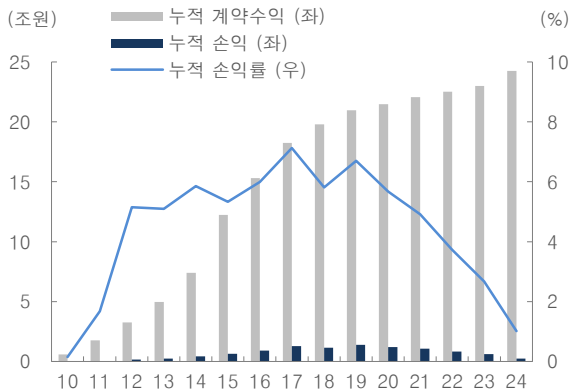
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 주당 배당금, 배당수익률 전망



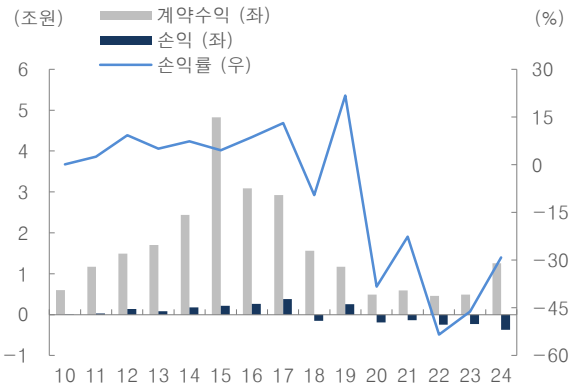
자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

한국전력의 해외 원전사업 누적 손익 추이



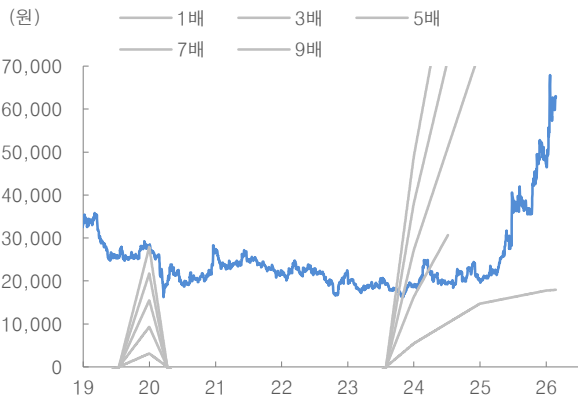
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 해외 원전사업 연간 손익 추이



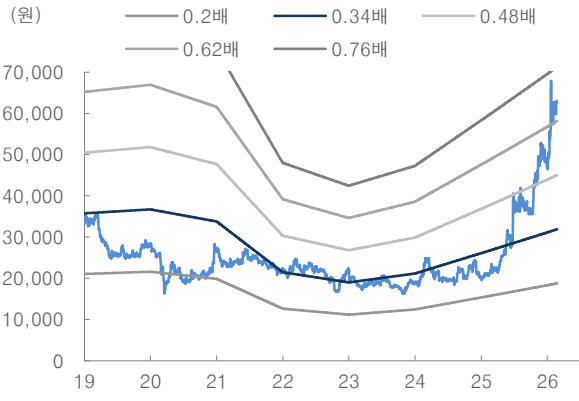
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 12MF PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국전력의 12MF PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국전력 (015760)

한국전력의 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

(단위:십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	24,224	21,950	27,572	24,400	24,367	22,009	27,555	24,253	88,205	94,001	98,146	98,183	99,314
전기판매수익	23,211	20,946	26,474	22,529	23,336	20,987	26,434	22,343	82,955	88,890	93,160	93,100	94,131
기타	1,013	1,004	1,098	1,871	1,031	1,022	1,120	1,910	5,250	5,112	4,986	5,084	5,183
영업비용	20,470	19,814	21,921	20,447	19,975	18,399	21,330	19,593	92,950	85,652	82,652	79,297	79,356
연료비	5,010	4,315	5,501	4,135	4,715	3,816	5,246	3,637	27,155	22,538	18,961	17,413	16,291
전력구입비	8,766	8,601	9,240	7,210	8,303	7,430	8,628	6,499	38,304	34,660	33,816	30,861	31,024
기타	6,695	6,898	7,180	9,102	6,956	7,153	7,456	9,457	27,492	28,455	29,874	31,023	32,041
영업이익	3,754	2,136	5,652	3,953	4,392	3,610	6,224	4,660	-4,745	8,349	15,495	18,887	19,958
금융손익	-818	-678	-834	-1,196	-1,384	-1,161	-1,154	-1,037	-3,922	-4,131	-3,526	-4,736	-4,775
지분법손익	125	168	238	171	129	173	245	176	787	922	702	723	745
기타영업외손익	172	39	294	38	79	58	146	69	305	151	542	353	337
세전이익	3,232	1,665	5,349	2,967	3,217	2,680	5,461	3,869	-7,400	5,290	13,213	15,226	16,265
지배지분순이익	2,328	1,137	3,756	2,221	2,408	2,006	4,088	2,896	-4,762	3,619	9,441	11,398	12,176
영업이익률	15.5	9.7	20.5	16.2	18.0	16.4	22.6	19.2	-5.4	8.9	15.8	19.2	20.1
세전이익률	13.3	7.6	19.4	12.2	13.2	12.2	19.8	16.0	-8.4	5.6	13.5	15.5	16.4

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 실적 전망 가정치

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025P	2026F	2027F
환율 (원/달러)	1,453	1,402	1,383	1,449	1,460	1,450	1,440	1,450	1,306	1,364	1,422	1,450	1,450
뉴캐슬 연료탄 5,500kcal (달러/톤)	77	68	69	78	78	74	70	70	107	91	73	73	68
Brent유가 (달러/bbl)	75	67	68	63	68	65	65	65	82	80	68	66	66
LNG 적용유가 (4~5개월전, 달러/bbl)	75	75	69	68	66	62	67	65	84	84	72	65	66
발전용 가스가격 (천원/톤)	1,038	1,013	920	862	921	879	943	923	1,363	1,108	958	917	936
SMP (원/KWh)	115	123	117	95	106	100	107	102	167	128	113	102	101
전기판매 가격 (원/KWh)	170	165	176	170	169	164	173	168	152	162	170	169	169
전기판매량 (TWh)	141	127	152	130	142	128	153	131	549	552	549	554	561
민간 전력구입량 (TWh)	54	51	57	51	54	50	57	43	194	200	213	209	220
총 국가발전믹스 (%)													
원전	34.7	34.1	26.4	29.2	32.8	36.5	33.3	42.3	30.7	31.7	31.0	36.0	37.4
석탄	23.2	24.2	37.3	29.9	25.9	23.3	30.2	28.3	32.0	28.7	28.9	27.0	26.9
LNG	30.5	27.0	24.8	28.4	29.1	24.4	24.1	16.1	26.9	28.0	27.6	23.6	21.6
유류	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	(0.0)
신재생	11.6	14.6	11.4	12.5	12.2	15.7	12.3	13.3	10.3	11.5	12.4	13.3	14.2
한전 발전 가동률 (%)													
원전 가동률	92.4	82.4	75.7	69.3	85.1	84.3	91.5	93.0	83.6	83.6	79.9	88.6	88.8
석탄발전 가동률	40.7	37.8	69.1	45.1	46.6	36.6	55.0	41.7	52.9	49.2	48.2	45.0	44.0

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력 (015760)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	88,219	93,399	98,146	98,183	99,314
매출원가	89,700	81,964	80,356	79,297	79,356
매출총이익	-1,480	11,435	17,790	18,887	19,958
판매비와관리비	3,062	3,070	2,296	0	0
영업이익	-4,542	8,365	15,495	18,887	19,958
영업이익률	-5.1	9.0	15.8	19.2	20.1
EBITDA	8,491	22,362	29,935	33,523	34,637
영업외손익	-3,012	-3,108	-2,282	-3,660	-3,692
관계기업손익	613	882	702	723	745
금융수익	1,425	3,448	2,217	1,955	2,022
외환관련이익	166	152	152	152	152
금융비용	-5,347	-7,535	-5,743	-6,691	-6,797
외환관련손실	541	2,648	2,648	2,648	2,648
기타	297	97	542	353	337
법인세비용차감전순이익	-7,554	5,257	13,213	15,226	16,265
법인세비용	2,838	-1,635	-3,630	-3,654	-3,904
계속사업순이익	-4,716	3,622	9,583	11,572	12,362
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4,716	3,622	9,583	11,572	12,362
당기순이익률	-5.3	3.9	9.8	11.8	12.4
비지배지분손이익	106	130	141	174	185
지배지분순이익	-4,823	3,492	9,441	11,398	12,176
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	63	-173	476	-1,309
포괄순이익	-4,945	4,251	7,852	16,331	-729
비지배지분포괄이익	88	181	116	245	-11
지배지분포괄이익	-5,033	4,070	7,737	16,086	-718

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-7,512	5,439	14,707	17,756	18,967
PER	NA	3.7	3.2	2.7	2.5
BPS	55,837	62,177	76,671	91,486	106,854
PBR	0.3	0.3	0.8	0.7	0.6
EBITDAPS	13,226	34,834	46,631	52,219	53,955
EV/EBITDA	17.0	6.5	5.5	4.7	4.4
SPS	137,421	145,489	152,884	152,942	154,703
PSR	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
CFPS	17,322	38,559	50,780	53,550	54,898
DPS	0	213	2,940	3,600	4,300

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	23.8	5.9	5.1	0.0	1.2
영업이익 증가율	적지	흑전	85.2	21.9	5.7
순이익 증가율	적지	흑전	164.6	20.8	6.8
수익성					
ROIC	-1.5	3.0	5.9	7.5	7.9
ROA	-1.9	3.4	6.2	7.5	7.8
ROE	-12.6	9.2	21.2	21.1	19.1
안정성					
부채비율	543.3	496.7	391.8	317.1	264.0
순차입금비율	349.8	315.6	238.0	190.0	154.0
이자보상배율	-1.0	1.8	3.7	5.0	5.7

자료: 한국전력, 대신증권 ResearchCenter

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,536	29,255	30,290	29,082	28,488
현금및현금성자산	4,343	2,383	3,521	2,925	2,395
매출채권 및 기타채권	11,913	12,128	12,192	12,206	12,324
재고자산	8,876	9,769	9,815	9,818	9,931
기타유동자산	4,405	4,975	4,763	4,132	3,837
비유동자산	210,179	217,553	220,541	224,770	230,246
유형자산	179,876	182,983	184,110	185,591	187,022
관계기업투자금	9,663	11,286	11,501	11,716	11,932
기타비유동자산	20,641	23,284	24,930	27,463	31,292
자산총계	239,715	246,808	250,832	253,852	258,733
유동부채	61,248	63,969	64,215	62,237	61,749
매입채무 및 기타채무	8,737	9,079	9,492	9,494	9,550
차입금	10,667	9,123	7,586	6,050	4,514
유동상채무	30,454	35,319	35,219	35,119	35,019
기타유동부채	11,390	10,448	11,917	11,574	12,666
비유동부채	141,202	141,476	135,612	130,754	125,900
차입금	92,510	88,091	81,727	76,363	70,999
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	48,691	53,385	53,885	54,390	54,901
부채총계	202,450	205,445	199,827	192,991	187,649
지배지분	35,845	39,915	49,220	58,731	68,596
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	16,338	20,128	29,433	38,944	48,809
기타자본변동	13,852	14,133	14,133	14,133	14,133
비지배지분	1,420	1,448	1,785	2,130	2,488
자본총계	37,265	41,363	51,005	60,861	71,084
순차입금	130,369	130,551	121,410	115,632	109,453

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,522	15,876	23,415	25,281	25,935
당기순이익	-4,716	3,622	9,583	11,572	12,362
비현금항목의 가감	15,837	21,131	23,017	22,805	22,881
감가상각비	13,032	13,997	14,441	14,636	14,679
외환손익	364	2,367	2,495	2,495	2,495
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2,441	4,767	6,081	5,674	5,706
자산부채의 증감	-5,142	-3,790	-1,887	-2,207	-2,386
기타현금흐름	-4,457	-5,087	-7,297	-6,890	-6,922
투자활동 현금흐름	-13,074	-14,093	-17,519	-18,322	-19,949
투자자산	667	-83	-1,952	-2,804	-4,074
유형자산					-13,599
기타	-142	-197	-159	452	95
재무활동 현금흐름	12,662	-3,849	-8,243	-8,994	-9,417
단기차입금	1,843	-1,536	-1,536	-1,536	-1,536
사채	8,287	-4,211	-6,364	-5,364	-5,364
장기차입금	2,564	2,141	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-56	-137	-137	-1,887	-2,311
기타	24	-106	-206	-206	-206
현금의 증감	1,108	-1,960	1,138	-595	-530
기초 현금	3,235	4,343	2,383	3,521	2,925
기말 현금	4,343	2,383	3,521	2,925	2,395
NOPLAT	-2,835	5,764	11,238	14,354	15,168
FCF	-3,786	5,454	9,815	12,543	13,380

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 허민호)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.0%	10.0%	0.0%

기준일자: 2026.02.22

[유틸리티]

한국전력(015760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

