

# 한국전력 (015760)

## 마른 하늘에 날벼락이란 이런 것인가

### 목표주가 5.3만원 하향, 투자의견 매수 유지

목표주가를 6.4만에서 5.3만원으로 하향한다. 중동사태 이후 유가 급등으로 2분기부터 연료비/전력구입비 부담 본격화가 예상되어 기존 대비 이익 추정치를 대폭 조정하였다. 참고로 금번 목표주가는 26년 예상 BPS 84,476원에 PBR 0.63배를 적용해 산출했다.

당초에는 26년 연료비 하락세 지속되는 한편, 지방선거 이후 9~10월 전기료 인상 및 LMP 제도 실행 가능성이 높다고 판단해 연결 기준 비용 감소, 배당확대 여력 확보 등 펀더멘털 부문에서 기대되는 긍정적인 변화들이 너무도 많을 것으로 예상했다. 그러나 중동사태로 에너지 가격이 급등하며 첫 번째 가정이 완전히 바뀌었고, 정부의 물가안정 기조를 고려하면 하반기 전기료 인상도 기대하기는 어렵다. LPM 실행 가능성은 여전히 남아 있으나, 대체를 바꾸기엔 역부족이다. 그야말로 마른 하늘에 날벼락과 같다.

다만, 에너지 안보 중요성이 재차 부각되며 미국 뿐만 아니라 동남아시아와 유럽에서도 신규 원전 도입 움직임 확대되는 등 신규 원전 수주 기회의 구조적 확대는 긍정적이다. 5월 중에 한전/한수원 원전 수출 창구 일원화 작업도 마무리될 것으로 예상되는 만큼 그동안의 노이즈를 해소하고 신규 수주에 본격적인 대응이 가능할 것으로 기대된다. 에너지 가격 강세로 발전자회사 연료비와 전력구입비 모두 대폭 증가하며 기존 대비 영업이익 감소는 불가피할 것으로 예상되나, 에너지 시장의 구조적 변화로 인한 원전 부문 신규 수주 잠재력을 감안해 투자의견은 매수를 유지한다.

### 1Q26 Review: 영업이익 3.78조원(+0.8%YoY) vs 컨센서스 4.23조원

1분기 영업이익 3.78조원(+0.8%YoY)으로 컨센서스 4.23조원 대비 -10.6% 하회했다. 전력판매량은 YoY -0.9%, 전력판매단가는 170원/kWh으로 +0.5% 등으로 큰 변동이 없었다. 반면, 연료비는 +4.1% 증가했는데, 신월성 #1/한울 #3 등의 예방정비에 따른 원전 이용률 하락으로 발전단가가 높은 석탄과 LNG 발전량이 확대됐고 유연탄 가격도 전년동기 대비 +14% 상승한 영향이 컸다. 전력구입비는 민간발전사들로부터 구입한 전력량이 증가했음에도 SMP 하락 효과로 -0.4% 소폭 감소했다.

### 당초 기대했던 2026년 펀더멘털 개선 요인들 하나둘씩 사라지는 중

1분기 실적은 눈높이에서 크게 벗어나지 않았으나 2분기 말부터는 중동사태의 여파가 반영되기 시작하며 당초 기대와 사뭇 다른 분위기가 예상된다. LNG 가격 강세 여파를 최소화하기 위해 원전 이용률이 상향되긴 하겠지만, 연료비와 전력구입비 상승분을 상쇄하기엔 역부족이다. 2분기 말~3분기 초부터 유가 급등 효과가 반영되기 시작하며 하반기 비용 압박이 본격화될 것이며, 기존에 가정한 전력비 인상 시나리오도 제거하여 26년 연간 영업이익 추정치를 17조원에서 10.7조원으로 조정한다. 일단 유가와 SMP 피크 시기를 각각 26년 2분기, 4분기로 가정했으나, 확정 여부에 따라 이는 달라질 수 있으며 휴전협상 결렬이 장기화될 경우 현 추정치 대비 추가 감익 가능성도 존재한다.

중전 시점을 예측하기 어렵지만, 중동사태가 일단락된 이후에도 당분간 고유가 기조는 이어질 것으로 전망된다. 중전 직후 호르무즈 통행이 즉각 재개된다 하더라도 피격받은 인프라 설비의 수리 및 정상가동까지는 최소 수 개월 이상 걸릴 수밖에 없기 때문이다. Aramco, IEA는 빨라도 2027년이나 에너지 시장이 전쟁 이전 수준으로 안정화될 수 있다는 전망을 제시하고 있다. 예상치 못한 전쟁으로 당초 기대했던 2026년 펀더멘털 개선 요인들이 하나둘씩 사라지고 있다. 고유가와 고환율, 정부 물가안정 기조(=전기료 인상 여력 하락) 등의 완화 조짐이 확인될 때까지는 보수적인 접근이 필요하다.

### Company Brief

**Buy** (Maintain)

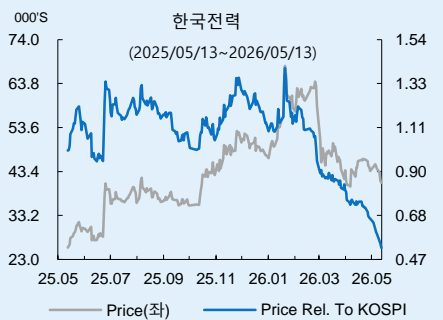
목표주가(12M)	53,000원(하향)
증가(2026.05.13)	40,750원
상승여력	30.1%

#### Stock Indicator

자본금	3,210십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	26,160십억원
외국인지분율	21.5%
52주 주가	25,750~67,900원
60일평균거래량	2,828,571주
60일평균거래대금	139.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	-31.9	-17.3	58.3
상대수익률	-38.5	-74.3	-105.3	-142.5

#### Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	97,429	100,220	105,533	110,605
영업이익(십억원)	13,491	10,658	12,247	19,572
순이익(십억원)	8,545	6,912	7,732	13,256
EPS(원)	13,311	10,767	12,044	20,648
BPS(원)	75,035	84,476	94,832	113,337
PER(배)	3.5	3.8	3.4	2.0
PBR(배)	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	19.4	13.5	13.4	19.8
배당수익률(%)	3.3	3.9	4.9	6.1
EV/EBITDA(배)	5.7	6.3	6.1	4.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/정유/화학]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

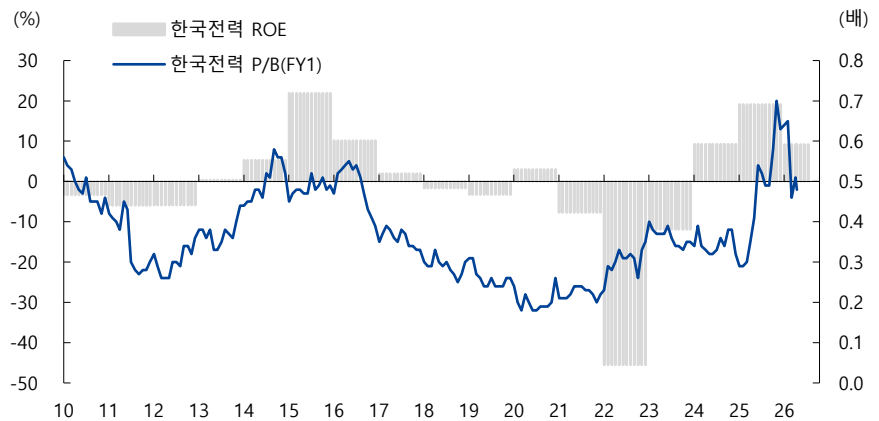
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 한국전력 목표주가 산정: PBR Valuation

(원, 배, %)	기존 (2025.11.14)	변경 (2026.05.14)	참고 내용
적용 BPS (25~26년 평균)	80,716	83,330	2026~2027년 BPS 당사 추정치 평균
2025년 BPS	73,703	-	기존에는 25~26년 BPS 평균 → 26년 BPS 평균으로 변경
2026년 BPS	87,730	84,476	
Target PBR	0.79	0.63	연료비/전력구입비 상승 등 펀더멘털 개선 요인 약화로 기존 대비 20% 할인 적용
적정주가(원)	63,766	53,119	BPS * Target PBR
<b>목표주가(원)</b>	<b>64,000</b>	<b>53,000</b>	<b>기존 대비 -17.2% 하향 조정</b>
현재주가(원)	49,250	40,750	2026년 05월 13일 종가 기준
상승여력(%)	29.5%	30.4%	-

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한국전력 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: iM증권 리서치본부

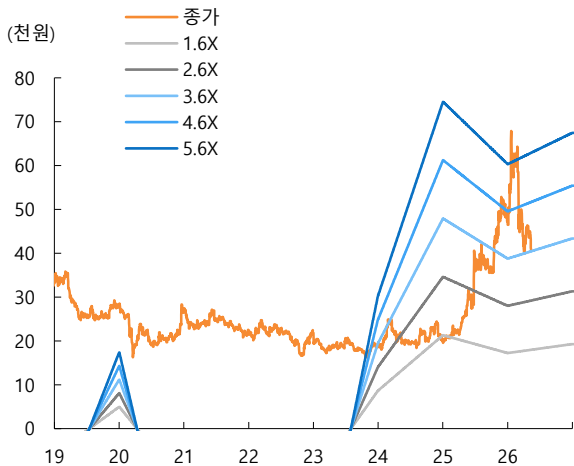
주: 26년 ROE는 당사 추정치 기준

표2. 한국전력 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
<b>매출액</b>	24,224	21,950	27,572	23,689	24,399	23,328	28,111	24,382	93,399	97,435	100,220
전기판매수익	23,211	20,947	26,474	22,373	23,223	22,222	26,948	23,078	88,890	93,005	95,471
기타매출	1,013	1,004	1,098	1,315	1,175	1,106	1,163	1,304	4,509	4,430	4,749
<b>매출원가 및 판매비</b>	20,470	19,814	21,920	21,705	20,614	20,610	23,146	25,192	85,034	83,910	89,562
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	4,272	5,530	5,099	22,538	19,436	20,119
구입전력비	8,757	8,601	9,248	7,447	8,720	9,415	10,377	11,405	34,660	34,053	39,916
감가상각비	2,951	2,927	2,956	2,834	2,937	2,969	3,000	2,955	11,409	11,668	11,862
수선유지비	557	732	776	1,277	607	708	795	1,069	2,948	3,342	3,179
기타 영업비용	3,195	3,240	3,439	5,537	3,132	3,246	3,444	4,664	13,479	15,411	14,486
<b>영업이익</b>	3,754	2,136	5,652	1,983	3,784	2,718	4,965	-810	8,365	13,525	10,657
영업이익률	15.5%	9.7%	20.5%	8.4%	15.5%	11.7%	17.7%	-3.3%	9.0%	13.9%	10.6%
<b>환율(KRW/USD)</b>	1,430	1,401	1,386	1,450	1,464	1,450	1,430	1,430	1,357	1,412	1,430
Dubai (\$/bbl)	77	67	70	64	87	95	90	85	81	69	89
LNG (KRW/ton)	1,061	1,001	965	918	893	922	1,046	1,122	1,077	986	996
전력판매량(GWh)	141,018	127,341	151,506	129,550	139,700	127,081	152,637	128,702	549,821	549,415	548,119
전력구매량(GWh)_IPP	170	165	176	170	171	175	177	179	163	170	175
전력판매단가(원/kWh)	58,690	57,365	57,118	55,358	57,431	56,953	57,389	56,713	200,664	228,531	228,486
SMP(원/kWh)	116	123	117	96	107	125	140	160	128	113	133
스프레드(원/kWh)	54	43	59	75	63	50	37	19	35	57	42

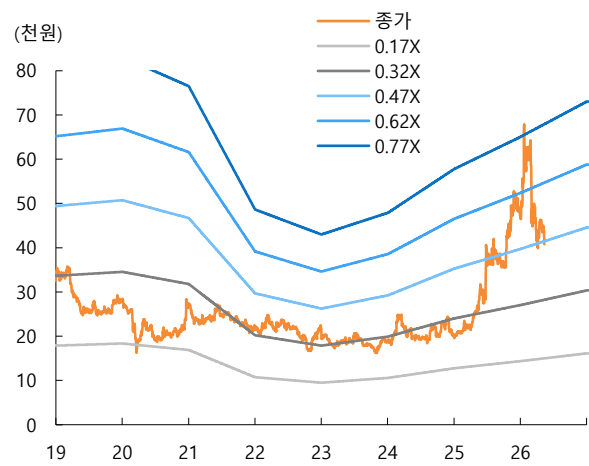
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 한국전력 12M Forward PER 추이



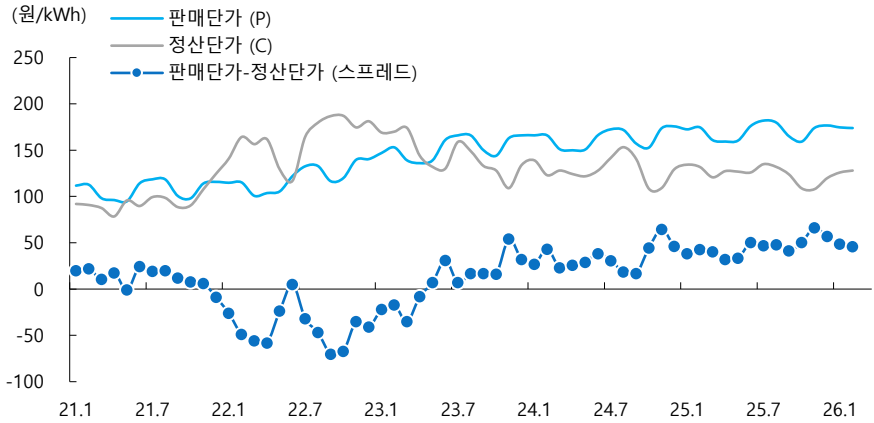
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 한국전력 12M Forward PBR 추이



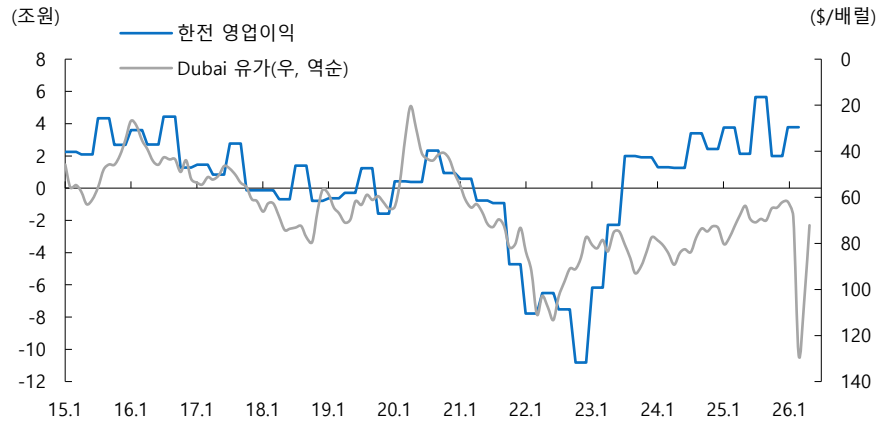
자료: iM증권 리서치본부

그림4. 한국전력 판매단가와 정산단가 추이



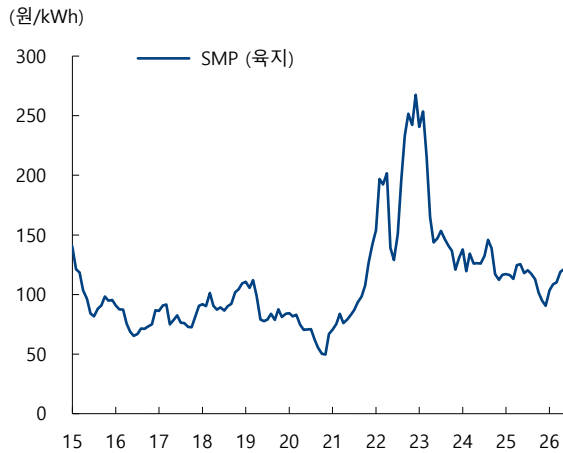
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림5. 한국전력 영업이익 및 Dubai 유가 추이



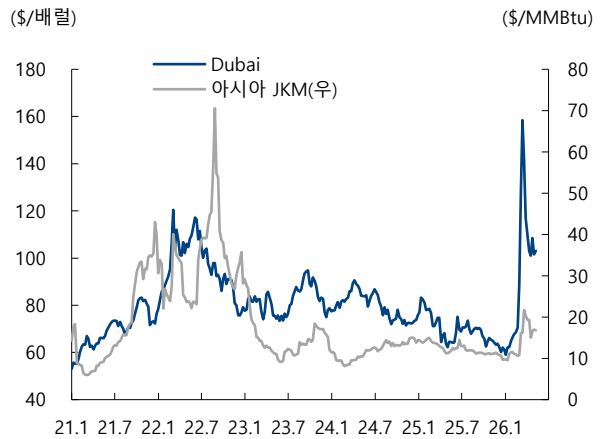
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림6. SMP 추이



자료: KPX, iM증권 리서치본부

그림7. Dubai 유가 및 JKM 천연가스 가격 추이



자료: Petronet, Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	30,715	31,055	32,525	35,913	매출액	97,429	100,220	105,533	110,605
현금 및 현금성자산	2,241	1,870	1,802	3,387	증가율(%)	4.3	2.9	5.3	4.8
단기금융자산	3,513	3,689	4,058	4,261	매출원가	80,705	86,418	89,939	87,791
매출채권	14,472	14,831	15,145	16,332	매출총이익	16,725	13,801	15,594	22,814
재고자산	10,153	10,443	11,081	11,614	판매비와관리비	3,234	3,144	3,348	3,242
비유동자산	224,212	234,760	242,503	252,606	연구개발비	188	-	-	-
유형자산	187,752	196,369	202,159	210,290	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,101	949	820	711	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	254,927	265,815	275,028	288,520	영업이익	13,491	10,658	12,247	19,572
유동부채	67,107	69,036	69,290	69,714	증가율(%)	61.3	-21.0	14.9	59.8
매입채무	3,543	5,610	6,860	6,083	영업이익률(%)	13.8	10.6	11.6	17.7
단기차입금	9,979	10,679	11,379	12,159	이자수익	440	425	449	585
유동성장기부채	35,908	35,908	35,908	35,908	이자비용	4,340	4,019	4,064	4,069
비유동부채	138,497	141,297	143,497	144,497	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	80,608	82,408	83,908	84,908	기타영업외손익	521	283	270	322
장기차입금	3,275	4,275	4,975	4,975	세전계속사업이익	11,587	9,373	10,485	17,975
부채총계	205,605	210,333	212,788	214,211	법인세비용	2,920	2,362	2,642	4,530
자배주지분	48,170	54,231	60,879	72,758	세전계속이익률(%)	11.9	9.4	9.9	16.3
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	당기순이익	8,667	7,011	7,842	13,444
자본잉여금	2,410	2,410	2,410	2,410	순이익률(%)	8.9	7.0	7.4	12.2
이익잉여금	28,501	34,386	40,834	52,484	자배주귀속 순이익	8,545	6,912	7,732	13,256
기타자본항목	14,049	14,225	14,425	14,653	기타포괄이익	-145	176	200	229
비자배주지분	1,153	1,251	1,362	1,550	총포괄이익	8,521	7,186	8,042	13,673
자본총계	49,323	55,482	62,240	74,308	자배주귀속총포괄이익	-	-	-	-

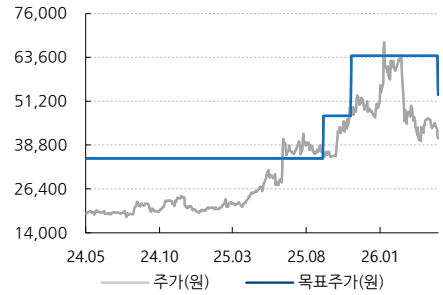
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	20,880	23,892	22,032	26,886	주당지표 (원)				
당기순이익	8,667	7,011	7,842	13,444	EPS	13,311	10,767	12,044	20,648
유형자산감가상각비	13,630	13,532	13,390	13,069	BPS	75,035	84,476	94,832	113,337
무형자산감각비	159	152	129	109	CFPS	34,790	32,083	33,103	41,176
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,542	1,600	2,000	2,500
투자활동 현금흐름	-18,445	-24,268	-21,492	-23,346	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-15,367	-22,150	-19,180	-21,200	PER	3.5	3.8	3.4	2.0
무형자산의 처분(취득)	-99	-	-	-	PBR	0.6	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-2,457	-2,110	-2,110	-2,110	PCR	1.4	1.3	1.2	1.0
재무활동 현금흐름	-2,635	2,035	1,398	21	EV/EBITDA	5.7	6.3	6.1	4.8
단기금융부채의증감	948	700	700	780	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-2,889	2,800	2,200	1,000	ROE	19.4	13.5	13.4	19.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	28.0	24.3	24.4	29.6
배당금지급	-26	-26	-26	-26	부채비율	416.9	379.1	341.9	288.3
현금및현금성자산의증감	-142	-371	-68	1,585	순부채비율	251.4	230.2	209.4	175.4
기초현금및현금성자산	2,383	2,241	1,870	1,802	매출채권회전율(x)	6.8	6.8	7.0	7.0
기말현금및현금성자산	2,241	1,870	1,802	3,387	재고자산회전율(x)	9.8	9.7	9.8	9.7

자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

한국전력 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-17	Buy	47,000	-12.6%	5.4%
2025-11-14	Buy	64,000	-20.9%	6.1%
2026-05-14	Buy	53,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-