

한국전력 (015760)

하반기 본격화될 비용 부담

목표주가 4.8만원 하향, 매수의견 유지

목표주가를 5.3만원에서 4.8만원으로 하향한다. 하반기 연료비와 전력구입비 상승을 반영하여 이익 추정치를 조정했다. 26년 BPS 80,504원에 PBR 0.60배 적용한 값이다.

비용부담이 높아짐에도 정부의 물가안정 기조 감안하면 연내 전기료 인상을 기대하긴 어렵다. 다만, 새울 #3,4 가동에 따른 27년 발전믹스 개선과 AIDC향 전력판매량 증가, 신규 대형원전 건설 등에 대한 중장기 기대감은 유효하다는 점에서 매수의견 유지한다.

2Q26 Review: 영업이익 1.13조원(-47%YoY) vs 컨센서스 1.96조원

2분기 영업이익 1.13조원(-47%YoY)으로 컨센서스 1.96조원 대비 -42% 하회하였다.

산업용 중심으로 전년 대비 전력판매량이 -0.9% 감소하긴 했으나, 판매단가는 +0.2% 상승하며 매출액은 21.9조원으로 시장 눈높이인 22.2조원에서 크게 벗어나지 않았다. 그러나 원전 예방정비에 따른 이용률 하락으로 발전단가가 높은 화석연료 발전소들의 가동률이 높아졌고, 미-이란 전쟁으로 인한 유가와 LNG 강세까지 겹치면서 연료비가 +14.1% 크게 증가했던 점이 금번 실적 부진의 주 요인으로 작용했다. 전력구입비는 SMP 상승했음에도 민간발전사들로부터 구입한 전력량 감소로 -1.3% 소폭 감소했다.

하반기 연료비 및 전력구입비 증가로 실적 둔화 불가피

하반기 원전 예방정비 종료되고 새울 3호기 상업가동도 연내에 이뤄진다면 상대적으로 연료비 부담을 낮출 수 있다. 그러나 원전 이용률이 높아지더라도 연료비와 전력구입비 상승분을 상쇄시키긴 역부족이다. 특히 3분기부터 SMP 상승이 본격적으로 반영된다.

6월 이후 하락한 유가만 보면 3분기 SMP 고점 도달 후 4분기 하락 궤도가 타당하나, JKM은 조정없이 오히려 최근 상승세가 더 가파르다는 점을 고려하면 연말까지 SMP 추가 상승 가능성에 무게를 둔다. 2H26 연료비와 전력구입비 증가로 영업이익 1.3조원 기록하며 1H26 4.9조원 대비 -73% 감소, 연간 기준은 6.2조원으로 컨센서스 10조원 대비로는 물론 2025년 13.5조원 대비로도 약 절반 수준에 그칠 것으로 전망한다.

다만, 보다 긴 호흡으로는 국내 신규 원전 도입 확대 기대가 높아질 수 있다는 점에서 고무적이다. 지난 4월 정부는 12차 전기본 잠정안에서 메가프로젝트 전력수요 증가를 일부 고려해 2040년 목표 전력수요를 132~138GW 내외로 11차 전기본에서 전망한 2038년 129GW 대비 최대 9GW 상향하였다. 그러나 현재까지 발표된 서남권 반도체 클러스터와 AIDC 구축으로 예상되는 전력수요만 총 25GW 달하는 만큼 최종안에서는 잠정안보다 상향될 여지가 존재한다. 늘어나는 수요에 대응하기 위한 전력공급 계획도 전기본에서 함께 발표될텐데, 그 용량이 수십GW 단위로 매우 크고 반도체/AIDC 산업 특성상 24/7 발전 요구되는 만큼 신규 대형원전 건설이 이뤄질 수밖에 없다. 그 규모 또한 당초 11차 전기본에서 계획했던 2.8GW를 크게 넘어설 가능성이 높다.

당장은 연료비와 전력구입비 부담으로 인한 실적 둔화가 불가피하다는 점에서 아쉽다. 27년 새울#3,4 원전 가동에 따른 발전믹스 개선, AIDC 중장기 전력판매량 증가, 신규 대형원전 건설 등에 대한 기대감에 중점을 두고 보다 긴 호흡으로의 접근이 유효하다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	48,000원(하향)
증가(2026.08.12)	35,450원
상승여력	35.4 %

Stock Indicator	
자본금	3,210십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	22,758십억원
외국인지분율	21.3%
52주 추가	33,000~67,900원
60일평균거래량	2,058,133주
60일평균거래대금	77.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.1	-14.1	-41.0	-8.0
상대수익률	9.9	-0.1	-60.2	-114.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	97,429	97,552	102,242	103,625
영업이익(십억원)	13,491	6,237	8,390	12,597
순이익(십억원)	8,545	3,784	5,138	8,409
EPS(원)	13,311	5,895	8,004	13,099
BPS(원)	75,035	80,504	87,819	99,673
PER(배)	3.5	6.0	4.4	2.7
PBR(배)	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	19.4	7.6	9.5	14.0
배당수익률(%)	3.3	2.0	2.8	4.5
EV/EBITDA(배)	5.7	7.6	7.0	5.8

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 (2026.05.14)	변경 (2026.05.14)	참고 내용
적용 BPS (25~26년 평균)	84,476	80,504	하반기 연료비와 전력구입비 상승 반영해 실적 추정치 변경
Target PBR	0.63	0.60	
적정주가(원)	53,220	48,302	BPS * Target PBR
목표주가(원)	53,000	48,000	기존 대비 -9.4% 하향 조정
현재주가(원)		35,450	2026년 08월 12일 종가 기준
상승여력(%)		35.4%	-

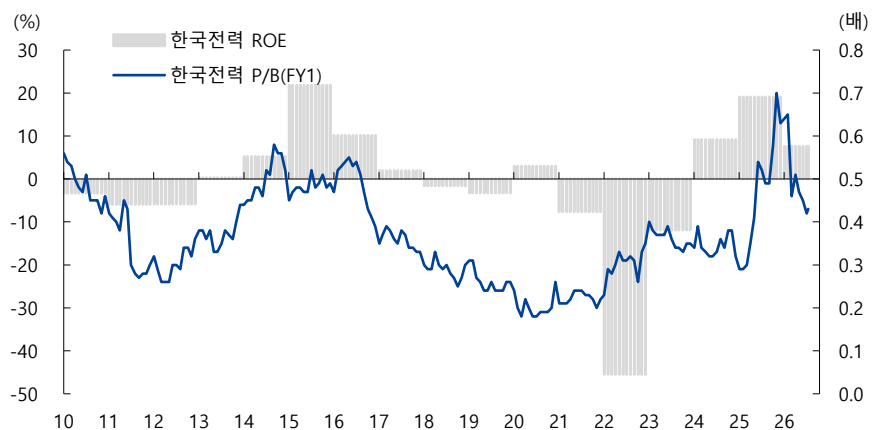
자료: iM증권 리서치본부

표2. 한국전력 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	24,224	21,950	27,573	23,683	24,398	21,919	27,212	24,023	93,399	97,435	97,552
전기판매수익	23,211	20,946	26,475	22,373	23,223	20,741	26,040	22,717	88,890	93,005	92,722
기타매출	1,013	1,004	1,098	1,315	1,175	1,178	1,172	1,306	4,509	4,430	4,831
매출원가 및 판매비	20,470	19,814	21,920	21,705	20,614	20,791	26,105	23,806	85,034	83,939	91,315
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	4,925	6,835	4,491	22,538	19,436	21,469
구입전력비	8,757	8,601	9,248	7,447	8,720	8,487	11,600	10,361	34,660	34,053	39,169
감가상각비	2,951	2,927	2,956	2,834	2,937	3,015	3,194	3,105	11,409	11,668	12,251
수선유지비	557	732	776	1,277	607	833	865	1,099	2,948	3,342	3,404
기타 영업비용	3,195	3,240	3,439	5,537	3,132	3,531	3,610	4,750	13,479	15,411	15,023
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,949	3,784	1,128	1,107	217	8,365	13,491	6,237
영업이익률	15.5%	9.7%	20.5%	8.2%	15.5%	5.1%	4.1%	0.9%	9.0%	13.8%	6.4%

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한국전력 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: iM증권 리서치본부

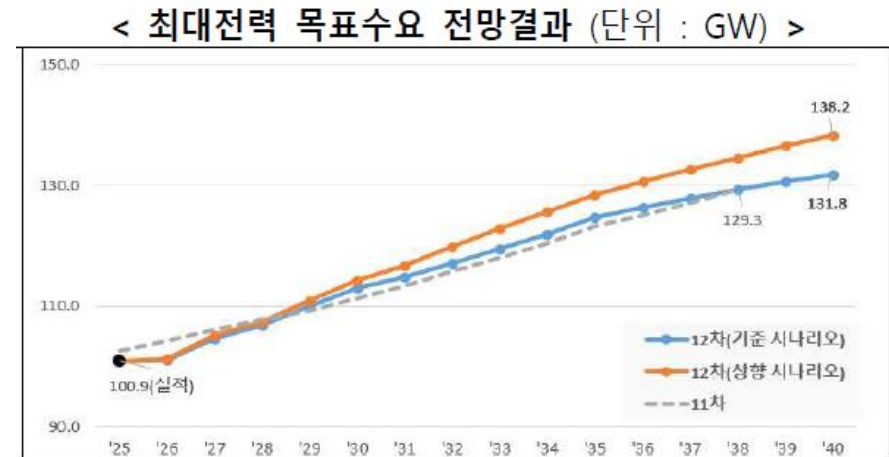
주: 26년 ROE는 당사 추정치 기준

표3. 정부 메가프로젝트 추진 관련 예상 전력수요 규모

메가 프로젝트 구분	업체명	규모 (GW)
서남권 반도체 클러스터 (A)	삼성전자, SK하이닉스 (반도체 팹 총 4기 건설)	6.3
AI 데이터센터 구축 (B)	1, 2단계 합산	18.4
	SK	5.0
1단계 (총 8.4GW)	GS	2.4
	네이버	1.0
2단계 (총 10GW)	SK (추가분, 1~2단계 합산 총 15GW 구축)	10.0
서남권 반도체 클러스터 + AI 데이터센터 구축으로 인한 전력수요 증가 (A+B)		24.7

자료: 산업통상부, iM증권 리서치본부

그림2. 12차 전기본 잠정안에서 발표된 2040년 기준 최대전력 목표수요 전망



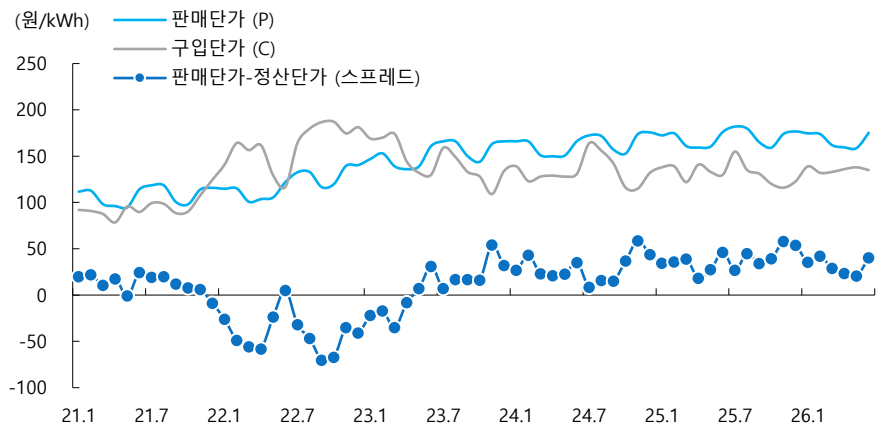
자료: 제12차 전기본 수립 총괄위원회, iM증권 리서치본부

표4. 11차 전기본과 12차 잠정안 기준 국내 최대전력 전망

(단위: GW)	첨단산업	데이터센터	전기화	기준수요 합계	수요관리	목표수요
2025	0.9	0.5	0.1	106.0	-	106.0
2027	1.3	1.5	0.4	110.9	4.7	106.2
2030	2.0	2.3	1.4	118.1	6.7	111.4
2036	2.2	3.9	7.7	138.2	13.3	124.9
2038 (11차 전기본)	1.4	4.4	11.0	145.6	16.3	129.3
2040 (12차 기준)	4.0	4.0	17.2	149.9	16.8	131.8
2040 (12차 상향)	3.7	4.0	17.8	156.8	17.3	138.2

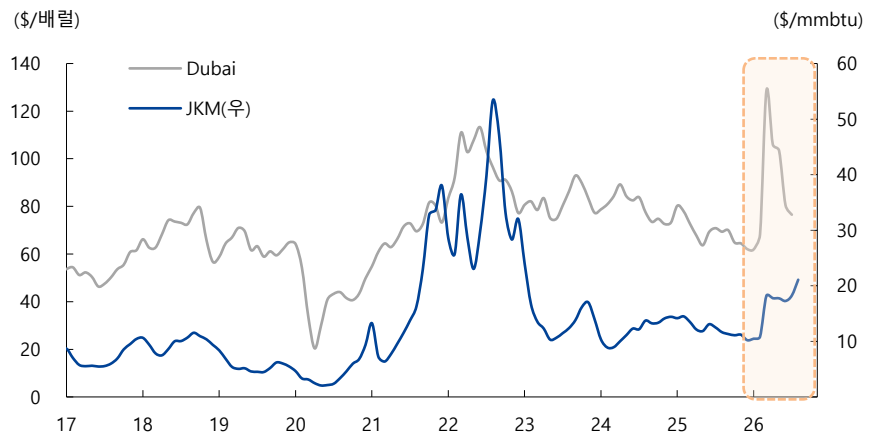
자료: 제12차 전기본 수립 총괄위원회, iM증권 리서치본부

그림3. 한국전력 판매단가와 정산단가 추이



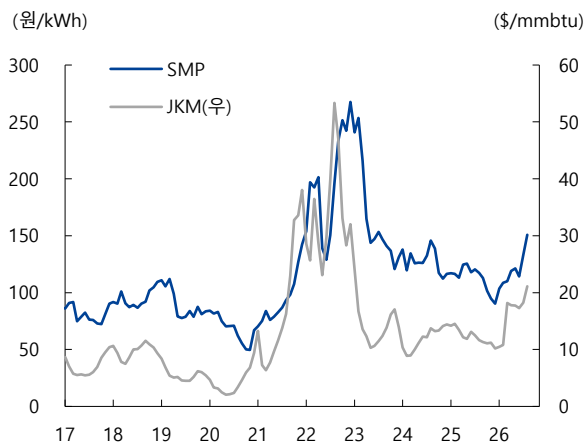
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림4. Dubai 및 JKM 가격 추이



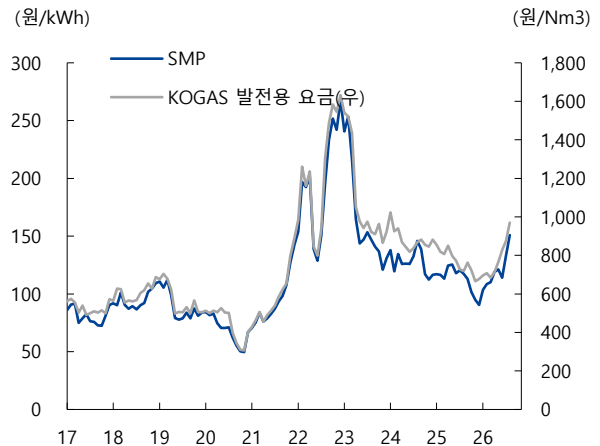
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. SMP 및 JKM 가격 추이



자료: EPSIS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. SMP 및 KOGAS 발전용 요금 추이



자료: EPSIS, 한국가스공사, iM증권 리서치본부

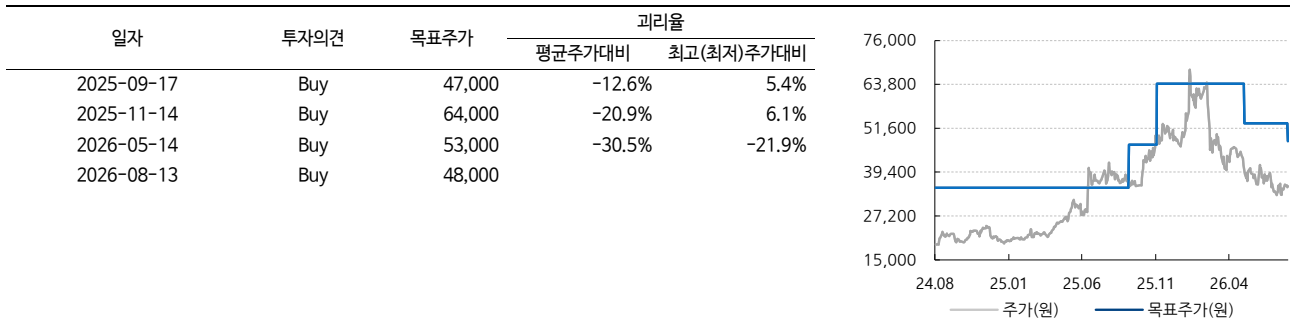
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	30,715	27,076	28,276	28,046	매출액	97,429	97,552	102,242	103,625
현금 및 현금성자산	2,241	1,073	1,306	1,293	증가율(%)	4.3	0.1	4.8	1.4
단기금융자산	3,513	2,108	1,897	1,802	매출원가	80,705	88,135	90,408	87,685
매출채권	14,472	14,147	14,734	14,388	매출총이익	16,725	9,417	11,835	15,939
재고자산	10,153	9,755	10,735	10,881	판매비와관리비	3,234	3,180	3,445	3,342
비유동자산	224,212	234,710	240,423	245,576	연구개발비	188	-	-	-
유형자산	187,752	196,319	200,079	203,259	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,101	949	820	711	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	254,927	261,786	268,698	273,622	영업이익	13,491	6,237	8,390	12,597
유동부채	67,107	67,601	67,744	66,938	증가율(%)	61.3	-53.8	34.5	50.2
매입채무	3,543	5,460	6,646	7,254	영업이익률(%)	13.8	6.4	8.2	12.2
단기차입금	9,979	10,679	11,379	11,729	이자수익	440	243	245	237
유동성장기부채	35,908	34,816	32,724	30,227	이자비용	4,340	3,986	3,965	3,801
비유동부채	138,497	141,297	143,297	141,297	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	80,608	82,408	83,408	81,408	기타영업외손익	521	613	714	805
장기차입금	3,275	4,275	5,275	5,275	세전계속사업이익	11,587	5,131	6,967	11,402
부채총계	205,605	208,899	211,042	208,235	법인세비용	2,920	1,293	1,756	2,874
지배주주지분	48,170	51,681	56,377	63,987	세전계속이익률(%)	11.9	5.3	6.8	11.0
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	당기순이익	8,667	3,838	5,211	8,529
자본잉여금	2,410	2,410	2,410	2,410	순이익률(%)	8.9	3.9	5.1	8.2
이익잉여금	28,501	31,835	36,331	43,713	지배주주귀속 순이익	8,545	3,784	5,138	8,409
기타자본항목	14,049	14,225	14,425	14,653	기타포괄이익	-145	176	200	229
비지배주주지분	1,153	1,207	1,280	1,400	총포괄이익	8,521	4,014	5,411	8,757
자본총계	49,323	52,888	57,657	65,387	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	20,880	22,555	21,437	25,227	주당지표 (원)				
당기순이익	8,667	3,838	5,211	8,529	EPS	13,311	5,895	8,004	13,099
유형자산감가상각비	13,630	13,532	13,390	12,970	BPS	75,035	80,504	87,819	99,673
무형자산감각비	159	152	129	109	CFPS	34,790	27,211	29,063	33,472
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,542	700	1,000	1,600
투자활동 현금흐름	-18,445	-22,637	-18,882	-17,998	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-15,367	-22,100	-17,150	-16,150	PER	3.5	6.0	4.4	2.7
무형자산의 처분(취득)	-99	-	-	-	PBR	0.6	0.4	0.4	0.4
금융상품의 증감	-2,457	-2,110	-2,110	-2,110	PCR	1.4	1.3	1.2	1.1
재무활동 현금흐름	-2,635	944	-316	-5,264	EV/EBITDA	5.7	7.6	7.0	5.8
단기금융부채의증감	948	-391	-1,392	-2,147	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-2,889	2,800	2,000	-2,000	ROE	19.4	7.6	9.5	14.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	28.0	20.4	21.4	24.8
배당금지급	-26	-26	-26	-26	부채비율	416.9	395.0	366.0	318.5
현금및현금성자산의증감	-142	-1,168	233	-12	순부채비율	251.4	243.9	224.7	192.0
기초현금및현금성자산	2,383	2,241	1,073	1,306	매출채권회전율(x)	6.8	6.8	7.1	7.1
기말현금및현금성자산	2,241	1,073	1,306	1,293	재고자산회전율(x)	9.8	9.8	10.0	9.6

자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

한국전력 투자이견 및 목표주가 변동추이



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

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-