

한국전력 (015760/KS)

하반기로 갈수록 연료가격 상승영향 본격화

유틸/신재생. 나민식 / minsik@sks.co.kr / 3773-9503

Signal: 1Q26, 미국-이란 전쟁으로 컨센서스 하회

Key: 연료가격이 실적에 반영되는 시차는 2개월

Step: 원전수출 모멘텀에도 불구하고 실적악화로 주가 상승여력 제한

중립(유지)

목표주가: 40,000 원(유지)

현재주가: 40,750 원

상승여력: -1.8%

STOCK DATA

주가(26/05/13)	40,750 원
KOSPI	7,844.01 pt
52주 최고가	67,900 원
60일 평균 거래대금	139 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	64,196 만주
시가총액	26,160 십억원
주요주주	
한국산업은행(외 1)	51.11%
국민연금공단	7.90%
외국인 지분율	21.46%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	98,540	100,690	102,665
영업이익	십억원	12,851	16,507	16,463
순이익(지배주주)	십억원	7,996	10,243	10,253
EPS	원	12,455	15,956	15,971
PER	배	3.3	2.6	2.6
PBR	배	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	6.0	5.4	5.6
ROE	%	15.5	17.1	14.8
배당성향	%	12.4	9.7	9.7

1Q26 Review

매출 24.4 조원(YoY +0.7%), 영업이익 3.8 조원(YoY +0.8%, OPM 15.5%)을 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 컨센서스 4.2 조원 대비 하회한 실적이다. 매출액의 변화보다는 미국-이란 전쟁의 영향으로 연료가격 상승하면서 시장 기대치를 하회했다. 데이터로 풀어보면 다음과 같다. 전력 판매단가는 170 원/kWh(YoY +0.5%) 수준으로 동결, 판매량은 140TWh(YoY -0.9%)로 산업용(-2.4%) 감소가 두드러졌다. 26년 3월에 발생한 전쟁의 영향으로 인해서 연료가격 상승했다. 전력 발전량은 92TWh(YoY -3.7%)으로 감소했지만 단위당 연료비는 57 원/kWh(YoY +8.1%)으로 상승했다. 다만 전력도매가격에 미치는 시차의 영향으로 전력구입비의 증가는 크진 않았다.

국제유가 상승은 본격적으로 26년 하반기부터 반영 예정

전쟁으로 인한 영향은 단기간에 끝나기 어려울 것으로 전망한다. 26년 3월에 본격화된 미국-이란 전쟁은 현재까지 호르무즈 해협 봉쇄까지 이어지고 있다. 미국 EIA는 호르무즈 해협 봉쇄가 최소 5월 말까지 지속되고, 6월 운항 재개 후에도 걸프 산유국 생산 회복에 물리적인 시간이 소요될 것으로 전망했다. 한국전력의 연료비 구조는 일반적으로 두바이유 변동에 2개월 시차를 두고 반영된다. 두바이유 -> JKM -> SMP로 이어지는 과정에서 6개월 정도의 시간이 걸리기 때문이다. 22년 러시아-우크라이나 전쟁 당시 한국전력이 4Q22 영업적자 10.8 조원을 기록했던 사례를 상기하면, 이번 충격의 강도는 당시 대비 약하다고 단정하기 어렵다.

실적 악화 > 원전수출 모멘텀

시장에서 기대하는 원전수출 모멘텀과 단기 실적 악화 간의 주가 반영 속도를 비교할 필요가 있다. 두코바니 수주로 인한 EPC 가치는 25년 본계약 시점에 이미 상당 부분 반영되었으며, 추가 수주는 26~27년 협상 과정에 따라 단계적으로 반영될 사항이다. 반면 유가 상승으로 인한 실적 충격은 2Q26부터 직접적으로 손익에 반영된다. 향후 주가 상승 촉매요인으로는 (1) 호르무즈 해협 운항 재개 시점 (2) 적자로 전환될 경우 전기요금 인상에 대한 논의 (3) 베트남·튀르키예 추가 원전 수주 진전이 있다. 세 변수 중 호르무즈 해협 운항 재개가 언제 결론날지가 가장 중요한 변곡점이 될 것으로 본다.

실적추정 (십억원)												
Key Factors	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
전력판매단가(원/kWh)	170	165	176	170	170	170	170	170	163	170	170	170
연료비 단가(원/kWh)	53	50	52	50	57	60	57	57	57	51	58	60
매출액	24,224	21,950	27,572	23,683	24,398	23,157	27,390	23,594	93,399	97,429	98,540	100,690
YoY	4.0%	7.2%	5.6%	0.7%	0.7%	5.5%	-0.7%	-0.4%	5.9%	4.3%	1.1%	2.2%
전력판매	23,903	21,058	26,599	22,043	23,814	22,135	26,335	22,519	89,579	93,603	94,802	96,698
기타	321	892	973	1,640	585	1,022	1,055	1,075	3,820	3,826	3,737	3,991
영업비용	20,470	19,814	21,920	21,734	20,614	20,615	22,648	21,811	85,034	83,939	85,689	84,183
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	5,525	6,376	5,563	22,538	19,436	22,682	24,487
전력구입비	8,757	8,601	9,249	7,447	8,720	7,498	8,869	7,737	34,660	34,053	32,825	32,358
감가상각비	2,951	2,927	2,956	2,833	2,937	2,882	2,893	2,905	11,409	11,668	11,616	11,734
기타비용	3,752	3,971	4,215	6,844	3,739	4,710	4,510	5,606	16,427	18,782	18,566	15,604
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,949	3,784	2,542	4,742	1,783	8,365	13,491	12,851	16,507
YoY	189.0%	70.8%	66.4%	-19.4%	0.8%	19.0%	-16.1%	-8.5%	흑전	61.3%	-4.7%	28.4%
영업이익률	15.5%	9.7%	20.5%	8.2%	15.5%	11.0%	17.3%	7.6%	9.0%	13.8%	13.0%	16.4%
금융수익(비용)	-818	-678	-834	-670	-664	-711	-720	-691	-4,087	-3,001	-2,786	-2,804
기타 영업외손익	172	39	294	17	130	120	140	102	97	521	492	483
종속및관계기업관련손익	125	168	238	45	144	149	144	120	882	576	557	546
법인세	870	489	1,559	2	876	476	930	639	1,635	2,920	2,922	4,172
당기순이익	2,328	1,137	3,756	1,324	2,493	1,574	3,275	654	3,492	8,545	7,996	10,243
YoY	314.7%	1646.5%	103.1%	30.4%	7.1%	38.5%	-12.8%	-50.6%	흑전	144.7%	-6.4%	28.1%
순이익률	18.2%	9.3%	27.6%	10.7%	19.9%	13.5%	23.6%	5.5%	7.3%	16.8%	16.0%	20.1%

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	29,255	30,715	32,372	35,218	37,125
현금및현금성자산	2,383	2,241	4,465	6,875	8,271
매출채권 및 기타채권	12,128	12,519	12,472	12,677	12,918
재고자산	9,769	10,153	10,115	10,281	10,476
비유동자산	217,553	224,212	229,328	237,935	247,816
장기금융자산	4,986	4,670	4,658	4,709	4,768
유형자산	182,983	187,752	192,969	201,431	211,101
무형자산	1,146	1,101	956	832	726
자산총계	246,808	254,927	261,700	273,153	284,941
유동부채	63,969	67,107	66,866	67,922	69,159
단기금융부채	45,069	46,449	46,275	47,037	47,930
매입채무 및 기타채무	6,719	5,956	8,380	8,518	8,680
단기충당부채	1,544	2,874	2,863	2,910	2,966
비유동부채	141,476	138,497	138,308	139,136	140,106
장기금융부채	91,448	86,636	86,636	86,636	86,636
장기매입채무 및 기타채무	1,516	1,389	1,389	1,389	1,389
장기충당부채	27,837	28,864	28,756	29,229	29,784
부채총계	205,445	205,605	205,175	207,058	209,265
지배주주지분	39,915	48,170	55,176	64,429	73,693
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,410	2,410	2,410	2,410
기타자본구성요소	12,709	12,709	12,709	12,709	12,709
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	20,128	28,501	35,507	44,760	54,023
비지배주주지분	1,448	1,153	1,349	1,666	1,983
자본총계	41,363	49,323	56,525	66,096	75,676
부채외자본총계	246,808	254,927	261,700	273,153	284,941

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	15,876	20,880	20,564	22,705	21,802
당기순이익(손실)	3,622	8,667	8,192	10,560	10,570
비현금성항목등	21,131	22,992	19,167	19,173	17,975
유형자산감가상각비	13,834	13,630	12,399	11,272	10,247
무형자산상각비	164	159	145	124	106
기타	7,134	9,204	6,624	7,777	7,622
운전자본감소(증가)	-3,790	-5,383	-171	750	879
매출채권및기타채권의감소(증가)	-189	-360	47	-205	-241
재고자산의감소(증가)	-1,413	-1,567	38	-166	-195
매입채무및기타채무의증가(감소)	12	-1,456	-31	138	162
기타	-5,879	-6,729	-9,546	-11,950	-11,733
법인세납부	-792	-1,333	-2,922	-4,172	-4,111
투자활동현금흐름	-14,093	-18,445	-17,647	-20,052	-20,291
금융자산의감소(증가)	54	36	11	-50	-58
유형자산의감소(증가)	-13,813	-15,367	-17,616	-19,734	-19,918
무형자산의감소(증가)	-91	-99	0	0	0
기타	-242	-3,016	-42	-269	-315
재무활동현금흐름	-3,849	-2,635	-1,164	-228	-97
단기금융부채의증가(감소)	-1,536	948	-174	761	893
장기금융부채의증가(감소)	-2,683	-3,439	0	0	0
자본의증가(감소)	0	-34	0	0	0
배당금지급	-137	-219	-990	-990	-990
기타	507	109	0	0	-0
현금의 증가(감소)	-1,960	-142	2,224	2,410	1,396
기초현금	4,343	2,383	2,241	4,465	6,875
기말현금	2,383	2,241	4,465	6,875	8,271
FCF	2,063	5,514	2,947	2,972	1,884

자료 : 한국전력, SK증권 추정

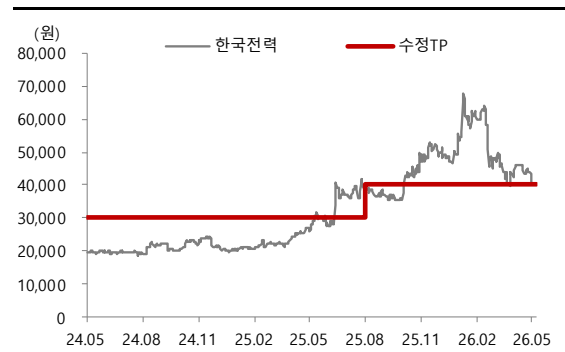
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	93,399	97,429	98,540	100,690	102,665
매출원가	81,964	80,705	81,989	80,548	82,479
매출중이익	11,435	16,725	16,551	20,142	20,185
매출총이익률(%)	12.2	17.2	16.8	20.0	19.7
판매비와 관리비	3,070	3,234	3,700	3,635	3,722
영업이익	8,365	13,491	12,851	16,507	16,463
영업이익률(%)	9.0	13.8	13.0	16.4	16.0
비영업손익	-3,108	-1,904	-1,737	-1,775	-1,782
순금융손익	-4,198	-3,899	-3,709	-3,612	-3,518
외환관련손익	-2,495	643	-0	-0	-0
관계기업등 투자손익	882	576	0	0	0
세전계속사업이익	5,257	11,587	11,114	14,732	14,681
세전계속사업이익률(%)	5.6	11.9	11.3	14.6	14.3
계속사업법인세	1,635	2,920	2,922	4,172	4,111
계속사업이익	3,622	8,667	8,192	10,560	10,570
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,622	8,667	8,192	10,560	10,570
순이익률(%)	3.9	8.9	8.3	10.5	10.3
지배주주	3,492	8,545	7,996	10,243	10,253
지배주주귀속 순이익률(%)	3.7	8.8	8.1	10.2	10.0
비지배주주	130	122	196	317	317
총포괄이익	4,251	8,521	8,192	10,560	10,570
지배주주	4,070	8,426	8,107	10,450	10,460
비지배주주	181	96	85	110	110
EBITDA	22,362	27,279	25,395	27,903	26,816

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	5.9	4.3	1.1	2.2	2.0
영업이익	흑전	61.3	-4.7	28.4	-0.3
세전계속사업이익	흑전	120.4	-4.1	32.6	-0.3
EBITDA	163.4	22.0	-6.9	9.9	-3.9
EPS	흑전	144.7	-6.4	28.1	0.1
수익성 (%)					
ROA	1.5	3.5	3.2	3.9	3.8
ROE	9.2	19.4	15.5	17.1	14.8
EBITDA마진	23.9	28.0	25.8	27.7	26.1
안정성 (%)					
유동비율	45.7	45.8	48.4	51.9	53.7
부채비율	496.7	416.9	363.0	313.3	276.5
순차입금/자기자본	315.6	256.5	219.6	185.2	161.0
EBITDA/이자비용(배)	4.8	6.3	6.0	6.6	6.3
배당성향	3.9	11.6	12.4	9.7	9.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,439	13,311	12,455	15,956	15,971
BPS	62,177	75,035	85,949	100,363	114,792
CFPS	27,243	34,790	31,995	33,708	32,099
주당 현금배당금	213	1,542	1,542	1,542	1,542
Valuation지표 (배)					
PER	3.7	3.5	3.3	2.6	2.6
PBR	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4
PCR	0.7	1.4	1.3	1.2	1.3
EV/EBITDA	6.5	5.8	6.0	5.4	5.6
배당수익률	1.1	3.3	3.8	3.8	3.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.11.14	중립	40,000원	6개월		
2025.08.13	중립	40,000원	6개월	-0.87%	23.88%
2024.11.14	매수	30,000원	6개월	-11.91%	40.00%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 05월 14일 기준)	매수	93.90%	중립	6.10%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------