DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

한국전력 015760

피할 수 없는 선택지

목표주가 31,000원(하향), 투자의견 중립 유지

목표주가를 33,000원에서 31,000원으로 하향한다. 2028E BPS를 6.3% 하향(77,900원)하고 Target P/B 0.40배(지속가능 ROE 3.6% ÷ COE 9.0%)는 유지했다. 지속가능 ROE는 예측기간 평균과 2016~2025년 평균(2022년 제외)을 같은 비중으로 섞은 값이다. 구조적으로 증가하는 비용에 비해 요금상향 신호는 전무하다. 회사는 연료비조정단가 상한(±5원/kWh) 조정 가능성이 낮다고 밝혔다. 원인자 부담 제도화, 독립적 비용회수 결정, 사채 한도 해소가 확인될 때까지 투자의견 중립을 유지한다.

영업이익 1.64조원, 어닝쇼크 기록

매출액 26.9조원(-2.6% YoY), 영업이익 1.64조원(-70.9%)으로 컨센서스(2.41조원)를 32%, 당사 추정(2.95조원)을 44% 하회했다. 별도는 영업손실 0.10조원으로 적자 전환하며 비용부담이 판가로 전이되지 않는 구조가 확인됐다. 연료비(6.88조원, +25%)는 추정에 부합했으나 월성1호기 복구충당부채 재산정과 온실가스 배출원가가 기타영업비용(0.70조원)을 증가 시켰고 중동 사태로 인한 석화 업황 둔화가 산업용 전력 판매량을 감소시켰다. 전국 발전량도 1.9% 줄어, 판매량 감소는 직접 구매로 인한 이탈이 아닌 전반적 전력수요 약화로 판단한다. 민간 구입단가는 SMP 회귀선보다 kWh당 17원 높았다. 충당부채 조정은 일회성이고, 배출원가는 4차 할당 확정에 따른 1~9월분 일괄 인식으로 보고 분기 0.18조원만 경상분으로 반영했다.

4Q26 영업적자 2.15조원, 2027F 지배순이익 적자 전망

11월 SMP가 140원을 넘은 상태고 4분기는 판매단가 비수기다. 보수적인 수준에서 4분기의 SMP를 123원, 민간 구입단가 프리미엄을 kWh당 +15원 에 판매량 1.5% 감소를 가정해 4분기 영업이익 -2.15조원을 전망한다. 2026F, 2027F 영업이익을 기존 전망치 대비 34%, 29% 하향 조정한다. 낮아진 판매량 기저와 증가추세에 있는 RPS 배출권 비용을 반영했다. 인프라 투자의 필요성이 계속해서 증가하고 있다. 본격적인 구축 사이클 이전에도 대외환경 및 정책 환경에 의한다.

Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	93,398.9	97,429.3	96,340.3	97,107.0	98,642.0
영업이익	8,364.7	13,490.6	4,402.7	2,948.0	7,799.0
영업이익률(%)	9.0	13.8	4.6	3.0	7.9
세전이익	5,256.5	11,586.9	2,279.1	-38.0	4,371.0
지배주주지분순이익	3,491.7	8,544.9	1,573.5	-26.0	3,115.7
EPS(원)	5,439	13,311	2,451	-41	4,853
증감률(%)	흑전	144.7	-81.6	적전	흑전
ROE(%)	9.2	19.4	3.2	-0.1	6.4
PER (배)	3.7	3.5	12.2	-738.1	6.2
PBR (배)	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	6.5	5.8	8.1	8.5	6.6

자료: 한국전력, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

허준서 에너지·AI인프라
02-709-2669
pos03066@ds-sec.co.kr

김현지 연구원
02-709-2663
guswl4461@ds-sec.co.kr

2026.11.13

중립

목표주가(하향)	31,000원
현재주가(11/12)	30,650원
상승여력	1.1%

Stock Data

KOSPI	5,342.7pt
시가총액(보통주)	19,676십억원
발행주식수	641,964천주
액면가	5,000원
자본금	3,210십억원
60일 평균거래량	1,556천주
60일 평균거래대금	48,856백만원
외국인 지분율	20.3%
52주 최고가	69,500원
52주 최저가	27,550원
주요주주	
한국산업은행(외 2인)	51.1%
국민연금공단(외 1인)	6.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	7.4	23.7
3M	-13.5	5.3
6M	-25.7	4.4

주가차트

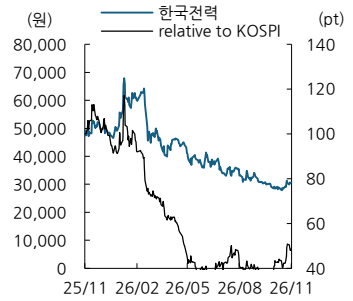


표1 한국전력 3Q26 실적 Review

(십억원)	3Q25	2Q26	3Q26P	YoY	QoQ	당사 추정	차이	컨센서스	차이
매출액	27,572	21,919	26,852	-2.6%	22.5%	27,157	-1.1%	27,496	-2.3%
영업이익	5,652	1,128	1,644	-70.9%	45.7%	2,946	-44.2%	2,414	-31.9%
영업이익률(%)	20.5	5.1	6.1	-14.4%p	1.0%p	10.8	-4.7%p	8.8	-2.7%p
지배주주순이익	3,756	267	837	-77.7%	213.5%	1,679	-50.1%	1,736	-51.8%

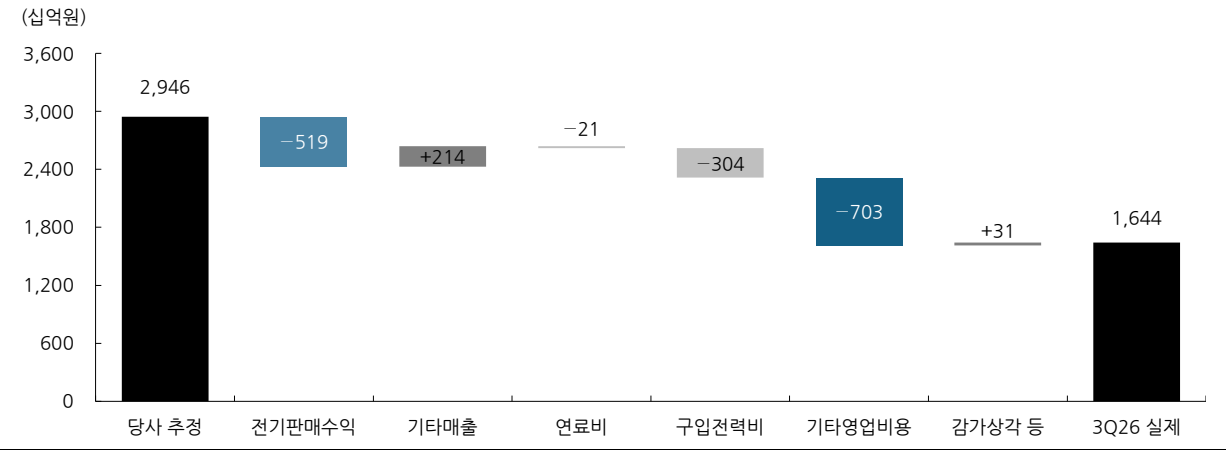
자료: 한국전력, FnGuide, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준, 잠정치

표2 3Q26 영업이익 당사 추정 대비 차이 요인

(십억원)	당사 추정	실제	영업이익 영향	원인
전기판매수익	26,026	25,507	-519	판매량 148.7TWh(-1.9% YoY, 추정 -0.5%), 산업용 -2.7%. 판매단가 173.5원 부합
기타매출	1,131	1,345	+214	해외사업 등 기타매출 증가
연료비	6,863	6,884	-21	유연탄 단가 +35% YoY. KPX 연료비단가 연동 추정 부합
구입전력비	9,999	10,303	-304	민간 구입단가 179원(회귀 적합 162원, +17원). 물량 -4.8%로 일부 상쇄
기타영업비용	3,063	3,766	-703	월성1호기 복구충당부채 재산정 +0.55조원, 온실가스 배출원가 +0.55조원
감가상각 등			+31	
영업이익	**2,946**	**1,644**	**-1,302**	

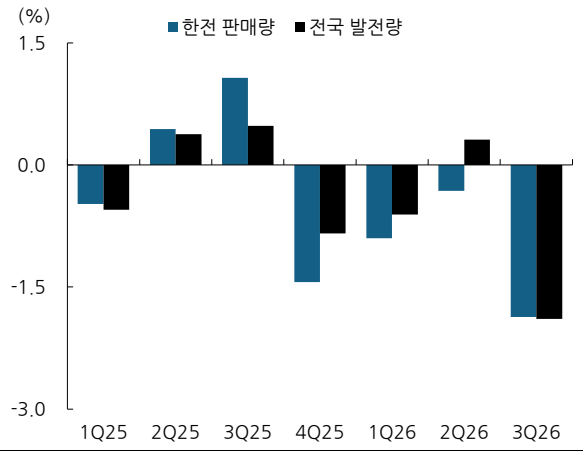
자료: 한국전력, DS투자증권 리서치센터 / 주: 당사 추정은 실적 발표 전 모델 기준

그림1 3Q26 영업이익: 당사 추정 대비 차이 요인



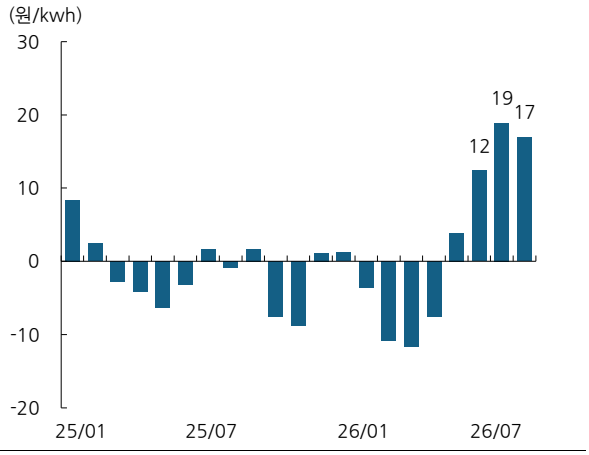
자료: 한국전력, DS투자증권 리서치센터

그림2 한전 판매량과 전국 발전량 증감률



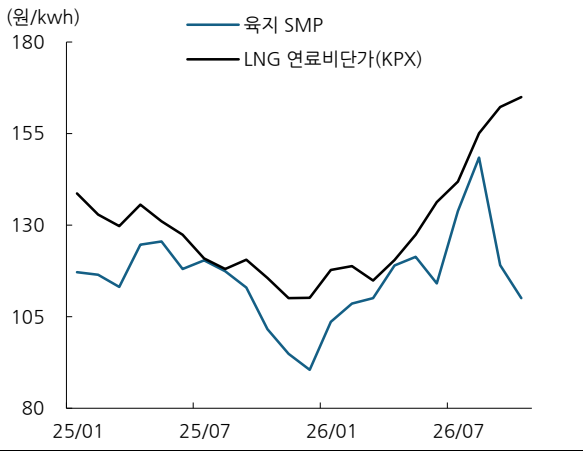
자료: 한국전력 전력통계월보, DS투자증권 리서치센터

그림3 민간 구입단가의 SMP 회귀 잔차



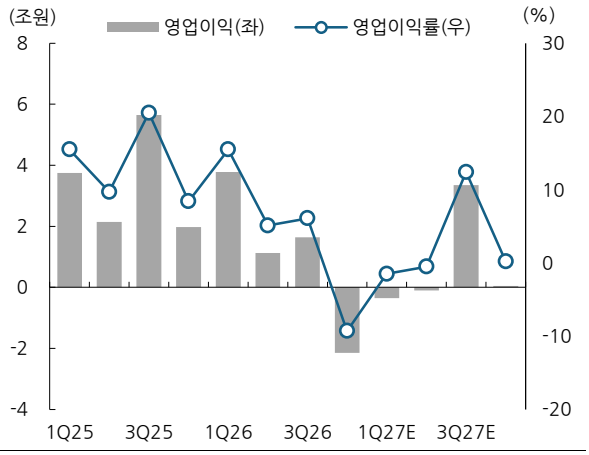
자료: 한국전력 전력통계월보, 전력거래소, DS투자증권 리서치센터

그림4 SMP와 LNG 연료비단가



자료: 전력거래소, DS투자증권 리서치센터

그림5 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국전력, DS투자증권 리서치센터

표3 한국전력 실적 추정 변경

(십억원, 원)	2026F			2027F			2028F		
	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이
매출액	96,978	96,340	-0.7%	97,747	97,107	-0.7%	99,288	98,642	-0.7%
영업이익	6,705	4,403	-34.3%	4,149	2,948	-28.9%	9,088	7,799	-14.2%
영업이익률(%)	6.9	4.6	-2.3%p	4.2	3.0	-1.2%p	9.2	7.9	-1.3%p
지배주주순이익	3,162	1,574	-49.6%	865	-26	적전	4,161	3,116	-25.1%
EPS	4,848	2,451	-49.6%	1,320	-41	적전	6,339	4,853	-25.1%
BPS	78,565	76,169	-3.0%-	78,343	74,586	-4.7%	83,142	77,900	-6.3%

자료: 한국전력, DS투자증권 리서치센터 / 주: BPS는 연결 자본총계 기준

표4 당사 추정과 컨센서스 비교

(십억원)	4Q26F			2026F			2027F			2028F		
	당사	컨센서스	차이	당사	컨센서스	차이	당사	컨센서스	차이	당사	컨센서스	차이
매출액	23,171	23,702	-2.2%	96,340	97,352	-1.0%	97,108	98,318	-1.2%	98,642	100,008	-1.4%
영업이익	-2,154	270	적전	4,403	7,573	-41.9%	2,946	9,752	-69.8%	7,799	12,796	-39.1%
지배주주순이익	-2,036	-405	적지	1,561	3,874	-59.7%	-29	5,267	적전	3,187	7,476	-57.4%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 / 주: 컨센서스는 2026.11.12 기준

표5 한국전력 분기 실적 전망

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
매출액	24,399	21,919	26,852	23,171	24,431	22,099	27,147	23,430
전기판매수익	23,223	20,741	25,507	21,817	23,221	20,885	25,762	22,035
기타매출	1,175	1,178	1,345	1,354	1,210	1,213	1,385	1,395
매출원가	19,898	20,007	24,405	24,368	24,056	21,399	22,973	22,407
매출총이익	4,500	1,912	2,447	(1,196)	375	700	4,174	1,023
판매비와관리비	716	784	803	957	730	799	819	976
영업이익	3,784	1,129	1,644	(2,154)	(355)	(100)	3,355	47
영업외손익	(389)	(702)	(392)	(639)	(697)	(734)	(770)	(785)
당기순이익	2,519	277	836	(2,067)	(779)	(617)	1,913	(546)
지배주주순이익	2,493	267	837	(2,036)	(767)	(608)	1,884	(538)
수익성·성장률								
매출액 YoY	*0.7%*	*(0.1%)*	*(2.6%)*	*(2.2%)*	*0.1%*	*0.8%*	*1.1%*	*1.1%*
영업이익 YoY	*0.8%*	*(47.2%)*	*(70.9%)*	*적전*	*적전*	*적전*	*104.1%*	*흑전*
매출총이익률(GPM)	*18.4%*	*8.7%*	*9.1%*	*(5.2%)*	*1.5%*	*3.2%*	*15.4%*	*4.4%*
영업이익률(OPM)	*15.5%*	*5.1%*	*6.1%*	*(9.3%)*	*(1.5%)*	*(0.5%)*	*12.4%*	*0.2%*
순이익률	*10.3%*	*1.3%*	*3.1%*	*(8.9%)*	*(3.2%)*	*(2.8%)*	*7.0%*	*(2.3%)*

자료: 한국전력, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

표6 한국전력 연간 실적 전망

(십억원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	93,399	97,434	96,340	97,108	98,642
전기판매수익	88,890	93,005	91,288	91,904	93,282
기타매출	4,509	4,430	5,052	5,204	5,360
매출원가	81,964	80,676	88,677	90,836	87,451
매출총이익	11,435	16,759	7,663	6,272	11,191
판매비와관리비	3,070	3,234	3,260	3,325	3,392
영업이익	8,365	13,525	4,403	2,946	7,799
영업외손익	(3,108)	(1,793)	(2,123)	(2,986)	(3,426)
당기순이익	3,622	8,737	1,566	(29)	3,236
지배주주순이익	3,492	8,617	1,561	(29)	3,187
수익성·성장률					
매출액 YoY		*4.3%*	*(1.1%)*	*0.8%*	*1.6%*
영업이익 YoY		*61.7%*	*(67.4%)*	*(33.1%)*	*164.7%*
매출총이익률(GPM)	*12.2%*	*17.2%*	*8.0%*	*6.5%*	*11.3%*
영업이익률(OPM)	*9.0%*	*13.9%*	*4.6%*	*3.0%*	*7.9%*
순이익률	*3.9%*	*9.0%*	*1.6%*	*(0.0%)*	*3.3%*

자료: 한국전력, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

[한국전력 015760]

재무상태표 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	29,255.2	30,715.4	30,746.0	29,705.4	31,750.8
현금 및 현금성자산	2,383.0	2,240.8	2,480.3	2,211.0	3,647.1
매출채권 및 기타채권	12,127.6	12,518.9	8,887.5	7,703.0	7,825.6
재고자산	9,769.2	10,152.7	12,696.4	12,838.4	13,042.7
기타	4,975.4	5,802.9	6,681.7	6,953.0	7,235.3
비유동자산	217,552.6	224,212.1	231,837.6	234,578.9	237,534.4
관계기업투자등	12,690.0	14,954.6	16,128.1	16,782.9	17,464.4
유형자산	182,982.8	187,751.5	193,291.2	194,538.1	195,934.0
무형자산	1,146.1	1,100.6	1,126.8	1,101.9	1,080.4
자산총계	246,807.8	254,927.5	262,583.5	264,284.3	269,285.2
유동부채	63,968.8	67,107.3	73,766.2	74,373.2	75,051.7
매입채무 및 기타채무	9,079.2	8,411.6	10,462.6	10,579.6	10,748.0
단기금융부채	45,069.4	46,449.2	51,232.9	51,232.9	51,232.9
기타유동부채	9,820.2	12,246.5	12,070.7	12,560.8	13,070.8
비유동부채	141,476.2	138,497.2	138,750.3	140,860.0	143,055.3
장기금융부채	91,448.3	86,636.5	85,344.9	85,344.9	85,344.9
기타비유동부채	50,027.9	51,860.7	53,405.4	55,515.1	57,710.4
부채총계	205,445.0	205,604.5	212,516.5	215,233.2	218,107.0
지배주주지분	39,915.2	48,169.9	48,897.6	47,881.7	50,008.8
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,444.6	2,410.4	2,412.5	2,412.5	2,412.5
이익잉여금	20,128.2	28,500.6	29,226.2	28,210.3	30,337.4
비지배주주지분(연결)	1,447.6	1,153.0	1,169.4	1,169.4	1,169.4
자본총계	41,362.8	49,322.9	50,067.0	49,051.1	51,178.2

손익계산서 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	93,398.9	97,429.3	96,340.3	97,107.0	98,642.0
매출원가	81,964.2	80,704.8	88,677.8	90,835.0	87,451.0
매출총이익	11,434.7	16,724.5	7,662.6	6,272.0	11,191.0
판매비 및 관리비	3,070.0	3,234.0	3,259.9	3,324.0	3,392.0
영업이익	8,364.7	13,490.6	4,402.7	2,948.0	7,799.0
(EBITDA)	22,362.1	27,279.3	18,561.6	17,649.0	22,596.9
금융손익	-6,622.3	-3,230.4	-4,762.2	-3,786.0	-4,228.0
이자비용	4,665.1	4,339.6	4,227.1	4,706.0	5,148.0
관계기업등 투자손익	882.3	576.1	1,035.4	720.0	720.0
기타영업외손익	2,631.8	750.7	1,603.2	80.0	80.0
세전계속사업이익	5,256.5	11,586.9	2,279.1	-38.0	4,371.0
계속사업법인세비용	1,634.6	2,920.3	714.6	-11.0	1,136.0
계속사업이익	3,622.0	8,666.7	1,564.5	-27.0	3,235.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3,622.0	8,666.7	1,564.5	-27.0	3,235.0
지배주주	3,491.7	8,544.9	1,573.5	-26.0	3,115.7
총포괄이익	4,488.6	8,583.2	1,564.5	-27.0	3,235.0
매출총이익률 (%)	12.2	17.2	8.0	6.5	11.3
영업이익률 (%)	9.0	13.8	4.6	3.0	7.9
EBITDA마진률 (%)	23.9	28.0	19.3	18.2	22.9
당기순이익률 (%)	3.9	8.9	1.6	0.0	3.3
ROA (%)	1.4	3.4	0.6	0.0	1.2
ROE (%)	9.2	19.4	3.2	-0.1	6.4
ROIC (%)	3.6	6.3	1.8	1.3	3.5

현금흐름표 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	15,876.1	20,880.2	16,866.0	17,561.8	19,581.8
당기순이익(손실)	3,622.0	8,666.7	1,564.5	-27.0	3,235.0
비현금수익비용가감	21,131.4	22,992.4	17,449.8	16,091.6	16,154.0
유형자산감가상각비	13,833.8	13,630.2	14,000.1	14,534.9	14,635.3
무형자산상각비	163.6	158.6	158.8	166.1	162.7
기타현금수익비용	7,134.1	9,203.6	1,109.0	-49.4	-83.9
영업활동 자산부채변동	-3,790.4	-5,382.8	1,290.9	1,497.2	192.8
매출채권 감소(증가)	-188.8	-360.0	4,179.8	1,184.5	-122.6
재고자산 감소(증가)	-1,412.7	-1,566.8	-3,522.0	-141.9	-204.4
매입채무 증가(감소)	11.7	-1,456.0	1,711.0	116.9	168.4
기타자산, 부채변동	-2,200.6	-2,000.0	-1,077.9	337.7	351.4
투자활동 현금	-14,093.1	-18,445.5	-18,202.6	-16,841.1	-17,157.1
유형자산처분(취득)	-13,813.4	-15,366.5	-17,567.7	-15,781.8	-16,031.2
무형자산 감소(증가)	-91.4	-98.9	-140.3	-141.1	-141.1
투자자산 감소(증가)	-215.2	-2,081.9	8.8	-53.7	-85.1
기타투자활동	26.9	-898.1	-503.3	-864.5	-899.6
재무활동 현금	-3,849.3	-2,634.6	1,510.4	-989.9	-988.6
차입금의 증가(감소)	-4,219.2	-2,490.6	1,990.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-137.2	-218.9	-989.9	-989.9	-988.6
배당금의 지급	137.2	218.9	989.9	989.9	988.6
기타재무활동	507.1	75.0	509.6	0.0	0.0
현금의 증가	-1,959.9	-142.2	239.5	-269.2	1,436.0
기초현금	4,342.9	2,383.0	2,240.8	2,480.3	2,211.0
기말현금	2,383.0	2,240.8	2,480.3	2,211.0	3,647.1
NOPLAT	15,876.1	20,880.2	16,866.0	17,561.8	19,581.8
FCF	3,622.0	8,666.7	1,564.5	-27.0	3,235.0

주요투자지표 (원, 배)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
투자지표 (x)					
P/E	3.7	3.5	12.1	-734.4	6.1
P/B	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4
P/S	6.5	5.8	8.1	8.5	6.6
EV/EBITDA	0.5	1.0	1.0	1.2	1.0
P/CF	1.1	3.3	5.2	5.2	5.2
배당수익률 (%)					
성장성 (%)					
매출액	5.9	4.3	-1.1	0.8	1.6
영업이익	흑전	61.3	-67.4	-33.0	164.6
세전이익	흑전	120.4	-80.3	적전	흑전
당기순이익	흑전	139.3	-81.9	적전	흑전
EPS	흑전	144.7	-81.6	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	496.7	416.9	424.5	438.8	426.2
유동비율	45.7	45.8	41.7	39.9	42.3
순차입금/자기자본(x)	319.2	259.1	262.0	267.7	253.5
영업이익/금융비용(x)	1.8	3.1	1.0	0.6	1.5
총차입금 (십억원)	136,517.7	133,085.7	136,577.8	136,577.8	136,577.8
순차입금 (십억원)	132,028.6	127,815.8	131,170.7	131,321.1	129,761.4
주당지표(원)					
EPS	5,439	13,311	2,451	-41	4,853
BPS	62,177	75,035	76,169	74,586	77,900
SPS	38,559	49,316	29,619	25,024	30,203
CFPS	213	1,542	1,540	1,540	1,540
DPS	5,439	13,311	2,451	-41	4,853

자료: 한국전력, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한국전력 (015760) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-11-10	중립	33,000	-9.7	-9.7
2026-11-13	중립	31,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.09.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.