Results Comment

한국전력 (015760)

바텀피싱을 노려볼 때

- 목표주가 40,000원 유지. 유가 하향 안정화 시 바텀피싱 가능
- 3Q26 영업이익 1.64조원(-70.9% YoY)으로 컨센서스 하회
- 원전복구 충당부채, 탄소배출 원가 확대 등 1.1조원의 예상외 비용 발생

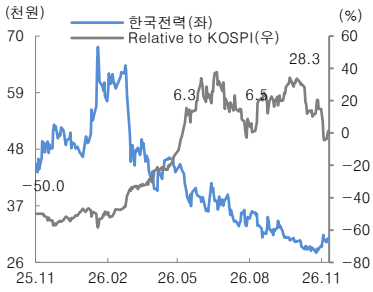
허민호

minho.hur@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	40,000 유지
현재주가 (26.11.12)	30,650 유틸리티업종

KOSPI	5342.73
시가총액	19,676십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	3,210십억원
52주 최고/최저	67,900원 / 27,850원
120일 평균거래대금	627억원
외국인지분율	20.30%
주요주주	한국산업은행 외 1 인 51.11% 국민연금공단 6.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	-13.5	-25.7	-35.7
상대수익률	28.3	6.5	6.3	-50.0



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	1,542	480
수익률(%)	3.3	1.6
총주주환원 (십억원)	990	308
수익률(%)	3.3	1.6

주: 대신증권 Research Center 추정. 추정치는 12M FWD 기준

목표주가 40,000원 유지. 유가 하향 안정화 시 바텀피싱 가능

투자의견 '매수', 목표주가 40,000원 유지. 1) 3Q26 부진한 실적 기록, 2) 산업용 전기요금 인하(2026년 4월 계절, 시간대별 요금 개편에 따른 인하 효과 0.8~0.9%, 2027년 산업용 지역 전기요금제 도입에 따른 인하 효과 5.5~5.9%, 매출액 2.8조원 감소), 3) 유가 상승(4~5개월 후행하여 LNG 수입가격에 반영) 등으로 2Q27까지 실적 부진 불가피

2027년 지역별 도매요금제도 시행 시 별도기준 전력구입단가 하락 효과(1.1조원 내외)는 크지만, 발전자회사의 도매단가 하락도 함께 발생해 연결기준 전력구입비 감소 효과(0.3조원 내외)는 크지 않을 것으로 예상

그러나 현재 주가는 12MF PBR 0.37배로 하락함에 따라 악재는 대부분 반영. 관건은 유가 하향 안정화 여부에 달려 있음. 유가 하향 안정화 시 저가 매수 기회로 작용. 3Q27 이후 본격적인 실적 개선 기대

3Q26 영업이익 1.64조원(-70.9% YoY)으로 컨센서스 하회

3Q26 매출액 26.85조원(-2.6%, 이하 YoY), 영업이익 1.64조원(-70.9%) 기록. 영업이익은 컨센서스 2.41조원을 하회. 전기요금 1.2% 하락, 판매량 1.9% 감소, LNG 수입가격 상승에 따른 연료비 및 전력구입비 증가 등으로 부진한 실적은 예상되었지만, 그보다 더 크게 부진했던 이유는 월성 1호기 해체 비용 재산정에 따른 원전복구 충당부채 5,447억원 증가, 무상 할당량 감소 및 발전사 초과 배출량 증가에 따른 탄소배출 원가 5,456억원 증가 등이 추가로 반영되었기 때문

(단위: 십억원, %)

구분	3Q25	2Q26	3Q26					4Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	27,572	21,919	26,957	26,852	-2.6	22.5	27,496	23,719	0.1	-11.7
영업이익	5,652	1,129	3,094	1,644	-70.9	45.7	2,414	543	-72.6	-67.0
순이익	3,756	267	1,850	837	-77.7	213.0	1,736	-242	적전	적전

자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	93,399	97,429	96,888	94,961	96,045
영업이익	8,365	13,491	7,100	7,910	10,841
세전순이익	5,257	11,587	4,750	5,193	8,255
총당기순이익	3,622	8,667	3,387	3,703	5,886
지배지분순이익	3,492	8,545	3,355	3,647	5,798
EPS	5,439	13,311	5,226	5,681	9,032
PER	3.7	3.5	5.9	5.4	3.4
BPS	62,177	75,035	78,719	83,920	92,362
PBR	0.3	0.6	0.4	0.4	0.3
ROE	9.2	19.4	6.8	7.0	10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

표 1. 한국전력의 실적 추정 가정

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
환율 (원/달러)	1,464	1,502	1,421	1,340	1,320	1,310	1,320	1,330	1,364	1,422	1,432	1,320	1,320
뉴캐슬 연료탄 (달러/t)	116	120	150	157	148	133	120	108	132	121	136	127	105
Brent 유가 (달러/배럴)	78	98	91	91	87	83	85	85	80	68	89	85	80
LNG 적용 유가 (달러/배럴)	66	64	97	88	91	90	86	84	84	72	79	88	82
발전용 가스가격 (천원/톤)	873	960	1,165	1,199	1,217	1,196	1,161	1,111	1,108	958	1,049	1,171	1,092
SMP (원/kWh)	107	118	134	126	140	138	127	115	128	113	120	127	114
전기판매가격 (원/kWh)	170	165	174	168	164	158	169	163	162	170	169	164	164
전기판매량 (TWh)	140	127	149	131	141	128	150	133	552	549	547	552	558
민간 전력구입량 (TWh)	57	51	53	45	55	46	49	44	200	213	206	199	208
국가 발전믹스 (%)													
원전	26.8	30.6	28.8	32.5	29.7	36.7	32.9	35.0	31.7	31.0	29.6	33.5	33.2
석탄	29.5	28.3	37.4	34.2	27.8	25.9	34.7	30.9	28.7	29.3	32.5	30.0	27.3
LNG	31.4	25.6	21.3	20.9	29.6	21.3	19.6	21.7	28.0	27.3	24.8	23.0	25.9
유류	0.1	0.1	0.1	0.0	(0.1)	0.0	0.0	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
신재생	12.2	15.4	12.5	12.4	13.0	16.1	12.7	12.5	11.5	12.3	13.1	13.5	13.6
한전 발전 가동률 (%)													
원전 가동률	71.0	74.0	80.9	78.1	75.4	85.3	88.8	83.4	83.6	80.9	76.1	83.2	83.2
석탄발전 가동률	52.4	45.0	69.6	57.0	51.4	44.0	68.6	56.0	49.2	49.8	56.1	55.0	54.1

주: LNG 적용 유가(달러/배럴)는 Brent 유가에 4~5개월 후행, 발전용 가스가격은 한국가스공사의 판매가격임
자료: Bloomberg, KORES, 전력거래소, 한국전력, 대신증권 Research Center

표 2. 한국전력의 연결기준 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**24,399**	**21,919**	**26,852**	**23,719**	**23,746**	**21,362**	**26,621**	**23,231**	**94,001**	**97,435**	**96,888**	**94,961**	**96,045**
전기판매 수익	23,223	20,741	25,507	22,377	22,550	20,163	25,249	21,860	88,890	93,005	91,848	89,823	90,753
기타	1,175	1,178	1,345	1,343	1,196	1,199	1,372	1,371	5,112	4,430	5,041	5,138	5,292
영업비용	20,614	20,790	25,208	23,176	23,043	20,784	22,074	21,150	85,652	83,910	89,789	87,051	85,205
연료비	5,218	4,925	6,884	5,889	5,738	4,803	5,837	4,796	22,538	19,436	22,916	21,174	20,059
전력구입비	8,720	8,487	10,303	8,020	10,409	8,510	9,133	7,332	34,660	34,053	35,530	35,384	33,809
기타	6,676	7,378	8,021	9,267	6,896	7,471	7,104	9,022	28,455	30,421	31,343	30,493	31,337
영업이익	**3,784**	**1,129**	**1,644**	**543**	**703**	**578**	**4,547**	**2,081**	**8,349**	**13,525**	**7,100**	**7,910**	**10,841**
금융손익	-781	-930	-821	-1,101	-913	-916	-1,148	-1,104	-4,131	-3,000	-3,633	-4,081	-3,981
지분법손익	302	201	353	173	311	207	364	179	922	700	1,029	1,060	1,092
기타영업외손익	90	27	76	61	98	35	164	7	151	507	254	304	304
세전이익	3,395	426	1,252	-323	199	-96	3,927	1,164	5,290	11,731	4,750	5,193	8,255
지배지분순이익	**2,493**	**267**	**837**	**-242**	**149**	**-72**	**2,940**	**871**	**3,619**	**8,617**	**3,355**	**3,887**	**6,180**
영업이익률	15.5	5.1	6.1	2.3	3.0	2.7	17.1	9.0	8.9	13.9	7.3	8.3	11.3

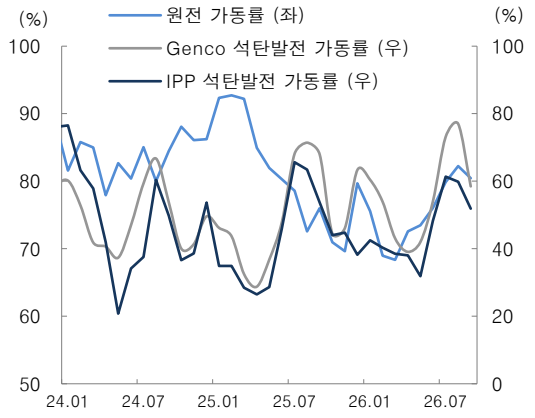
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

표 3. 한국전력의 별도기준 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	23,709	21,287	25,932	23,085	23,045	20,721	25,684	22,583	91,661	95,536	94,013	92,033	93,009
전기판매 수익	23,405	20,902	25,596	22,616	22,732	20,324	25,338	22,100	90,033	94,054	92,519	90,494	91,424
기타 매출	304	385	336	469	313	397	346	483	1,628	1,482	1,494	1,539	1,585
영업비용	21,622	21,251	26,031	22,797	23,034	20,737	23,561	20,982	88,486	86,996	91,701	88,315	87,658
전력구입비	19,230	18,520	23,485	19,473	20,588	17,946	20,958	17,586	78,075	76,383	80,708	77,078	76,172
기타	2,393	2,731	2,546	3,324	2,446	2,791	2,603	3,397	10,410	10,613	10,993	11,237	11,486
영업이익	2,087	36	-99	288	11	-17	2,123	1,600	3,175	8,540	2,312	3,718	5,351
기타영업외손익	52	10	34	59	52	19	34	59	336	465	155	163	163
금융손익	1,579	-518	-500	-895	1,578	-516	-556	-950	-2,481	-256	-333	-444	-492
세전이익	3,717	-471	-565	-548	1,640	-514	1,602	709	1,030	8,749	2,133	3,438	5,023
순이익	3,239	-361	-434	-400	1,197	-375	1,169	518	836	7,242	2,043	2,509	3,667
DPS (원)									213	1,542	480	590	860
배당성향 (%)									16.4	13.7	15.0	15.0	15.0
배당수익률 (%)									0.7	5.0	1.6	1.9	2.8

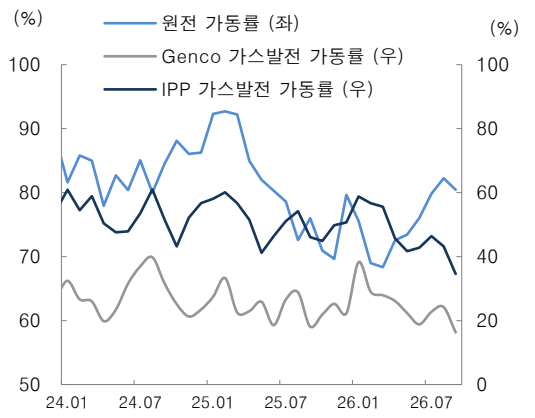
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

그림 1. 한전 발전자회사/민간 석탄발전소 가동률 추이



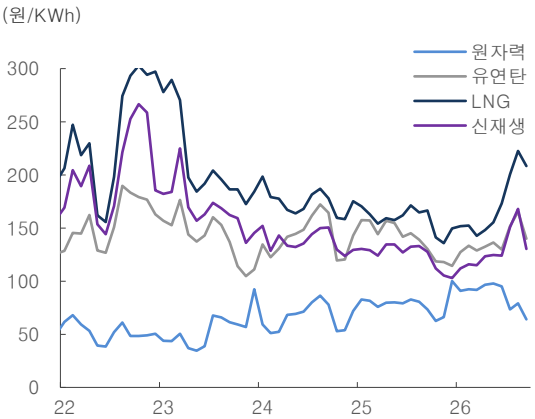
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

그림 2. 한전 발전자회사/민간 가스발전소 가동률 추이



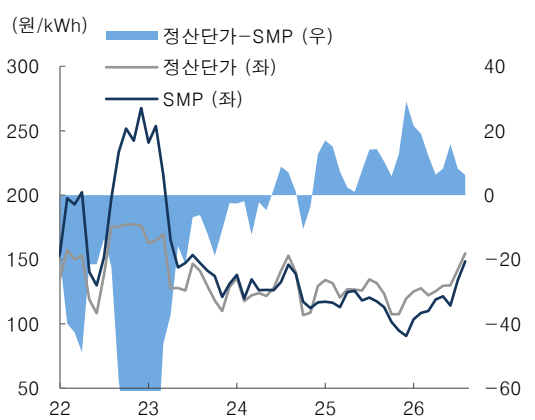
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

그림 3. 발전원별 정산단가 추이



주: 민간 발전회사(연결기준 전력구입단가에 영향)
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

그림 4. 전체 발전회사의 '정산단가 - SMP' 추이



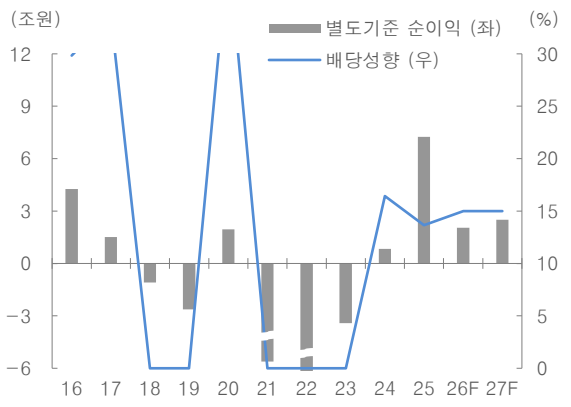
주: 전체 발전회사는 한전 발전자회사와 민간 발전회사 포함
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

표 4. 한국전력의 Valuation (단위: 십억원)

	Value	비고
국내 전력사업 가치	18,227	
27F 자본총계(지배지분)	53,874	요금 규제 완화, 재무구조 개선 시기인 2014 ~ 16년 최고 PBR 평균 0.56배에 40% 할인
적정 PBR	0.34	향후 실적 개선으로 자본 증가, 점진적 배당성향 상승, 중장기 전기요금 인상 가능성 존재 등을 감안
해외 원전 EPC 사업 가치	7,640	2035년 예상 해외 원전사업 순이익 0.78조원
2035년 해외 원전 EPC 순이익	780	해외 원전사업 적정 PER 9.8배: 글로벌 원자력/발전/산업 플랜트 EPC 인 Fluor 의 2026F PER
적정 PER	10	14배 대비 30% 할인(시간가치 할인)
한국전력 적정가치	25,867	
적정 PBR	0.48	
총 사업 적정주가	40,000	2026F DPS 480원(별도기준 배당성향 15%), 목표주가는 배당수익률 1.2%
현재주가	30,650	현재주가는 26F PBR 0.39배(27F PBR 0.37배), 26F 배당수익률 1.6%
상승여력	30.5	

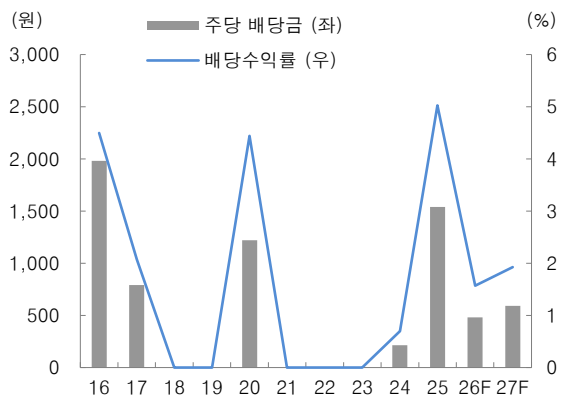
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 한국전력의 별도기준 순이익, 배당성향 전망



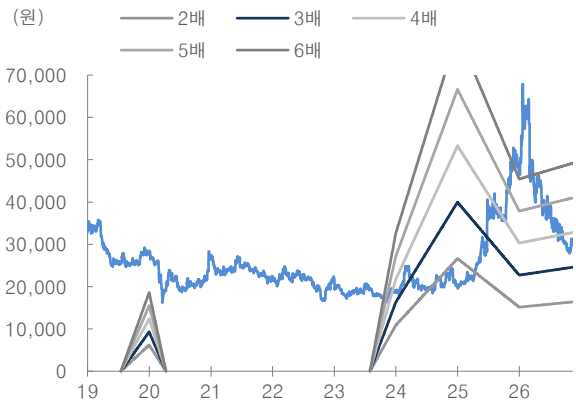
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

그림 6. 한국전력의 주당 배당금, 배당수익률 전망



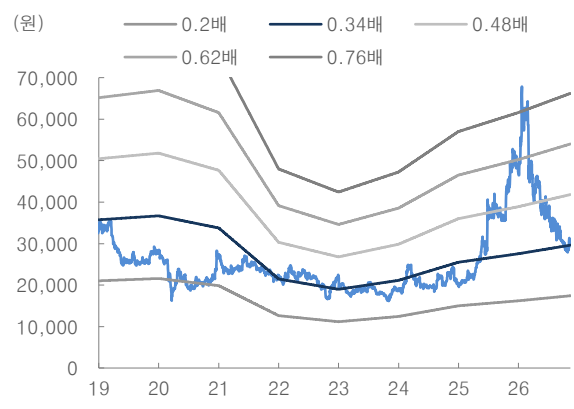
자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. 한국전력의 12MF PER 밴드



자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 한국전력의 12MF PBR 밴드



자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	93,399	97,429	96,888	94,961	96,045
매출원가	81,964	80,705	86,582	83,910	82,027
매출총이익	11,435	16,725	10,306	11,051	14,018
판매비와관리비	3,070	3,234	3,206	3,141	3,178
영업이익	8,365	13,491	7,100	7,910	10,841
영업이익률	9.0	13.8	7.3	8.3	11.3
EBITDA	22,362	27,279	22,222	23,162	26,232
영업외손익	-3,108	-1,904	-2,350	-2,717	-2,585
관계기업손익	882	576	1,029	1,060	1,092
금융수익	3,448	2,038	2,306	2,240	2,301
외환관련이익	179	804	804	804	804
금융비용	-7,535	-5,039	-5,939	-6,320	-6,282
외환관련손실	2,648	129	129	129	129
기타	97	521	254	304	304
법인세비용차감전순손익	5,257	11,587	4,750	5,193	8,255
법인세비용	-1,635	-2,920	-1,363	-1,490	-2,369
계속사업순손익	3,622	8,667	3,387	3,703	5,886
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,622	8,667	3,387	3,703	5,886
당기순이익률	3.9	8.9	3.5	3.9	6.1
비지배지분순이익	130	122	32	56	88
지배지분순이익	3,492	8,545	3,355	3,647	5,798
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	629	-145	34	-8	2
포괄순이익	4,251	8,521	3,420	3,695	5,888
비지배지분포괄이익	181	96	32	55	88
지배지분포괄이익	4,070	8,426	3,388	3,640	5,800

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	29,255	30,715	29,862	29,266	30,368
현금및현금성자산	2,383	2,241	1,714	2,106	1,933
매출채권 및 기타채권	12,128	12,519	12,437	11,954	12,779
재고자산	9,769	10,153	10,093	9,690	10,005
기타유동자산	4,975	5,803	5,618	5,516	5,652
비유동자산	217,553	224,212	227,697	231,523	235,472
유형자산	182,983	187,752	189,690	191,864	194,072
관계기업투자금	11,286	13,364	15,446	17,528	19,610
기타비유동자산	23,284	23,097	22,561	22,131	21,790
자산총계	246,808	254,927	257,559	260,789	265,841
유동부채	63,969	67,107	69,100	69,689	69,963
매입채무 및 기타채무	9,079	8,412	8,392	8,322	8,361
차입금	9,123	9,979	10,928	11,876	12,824
유동성채무	35,319	35,908	36,908	37,908	36,908
기타유동부채	10,448	12,809	12,873	11,584	11,871
비유동부채	141,476	138,497	136,715	135,937	135,165
차입금	88,091	83,882	82,618	82,354	82,090
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	53,385	54,615	54,096	53,583	53,075
부채총계	205,445	205,605	205,814	205,626	205,128
지배지분	39,915	48,170	50,535	53,874	59,293
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,410	2,410	2,410	2,410
이익잉여금	20,128	28,501	30,865	34,204	39,624
기타자본변동	14,133	14,049	14,049	14,049	14,049
비지배지분	1,448	1,153	1,210	1,290	1,419
자본총계	41,363	49,323	51,744	55,163	60,712
순차입금	130,551	126,495	127,739	129,066	128,849

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	5,439	13,311	5,226	5,681	9,032
PER	3.7	3.5	5.9	5.4	3.4
BPS	62,177	75,035	78,719	83,920	92,362
PBR	0.3	0.6	0.4	0.4	0.3
EBITDAPS	34,834	42,494	34,616	36,080	40,862
EV/EBITDA	6.7	5.4	6.6	6.4	5.7
SPS	145,489	151,768	150,925	147,922	149,611
PSR	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	30,782	37,197	31,442	32,545	36,016
DPS	213	1,542	480	590	860

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	15,876	20,880	18,866	20,006	20,412
당기순이익	3,622	8,667	3,387	3,703	5,886
비현금항목의 가감	21,131	22,992	22,718	23,032	24,038
감가상각비	13,997	13,789	15,123	15,253	15,391
외환손익	2,367	-407	-643	-643	-643
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4,767	9,611	8,238	8,422	9,290
자산부채의 증감	-3,790	-5,383	-1,869	-1,175	-3,091
기타현금흐름	-5,087	-5,396	-5,370	-5,554	-6,422
투자활동 현금흐름	-14,093	-18,445	-18,764	-19,237	-19,616
투자자산	-83	-2,710	-1,605	-1,682	-1,746
유형자산	-14,216	-15,834	-17,373	-17,747	-17,925
기타	206	99	214	192	55
재무활동 현금흐름	-3,849	-2,635	-780	901	-1,169
단기차입금	-1,536	948	948	948	948
사채	-4,211	-3,448	-1,264	-264	-264
장기차입금	2,141	558	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-137	-219	-990	-308	-379
기타	-106	-475	525	525	-1,475
현금의 증감	-1,960	-142	-527	393	-174
기초 현금	4,343	2,383	2,241	1,714	2,106
기말 현금	2,383	2,241	1,714	2,106	1,933
NOPLAT	5,764	10,091	5,062	5,640	7,730
FCF	2,066	3,031	1,337	2,344	2,459

재무비율

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	5.9	4.3	-0.6	-2.0	1.1
영업이익 증가율	흑전	61.3	-47.4	11.4	37.1
순이익 증가율	흑전	139.3	-60.9	9.3	59.0
수익성					
ROIC	3.0	5.2	2.6	2.8	3.8
ROA	3.4	5.4	2.8	3.1	4.1
ROE	9.2	19.4	6.8	7.0	10.2
안정성					
부채비율	496.7	416.9	397.8	372.8	337.9
순차입금비율	315.6	256.5	246.9	234.0	212.2
이자보상배율	1.8	3.1	1.6	1.7	2.4

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

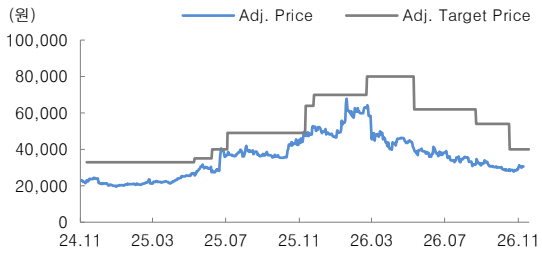
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국전력(015760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.11.13	26.10.20	26.08.25	26.05.14	26.02.24	25.11.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	54,000	62,000	80,000	70,000
괴리율(평균,%)		(26.50)	(42.53)	(41.45)	(42.39)	(21.62)
괴리율(최대/최소,%)		(21.63)	(35.56)	(33.23)	(19.63)	(3.00)
제시일자	25.11.14	25.07.07	25.06.11	25.05.13	24.11.14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	64,000	49,000	40,000	35,000	33,000	
괴리율(평균,%)	(22.30)	(20.02)	(17.05)	(16.29)	(32.51)	
괴리율(최대/최소,%)	(17.50)	1.12	1.50	(9.43)	(18.33)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261109)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상