

한국전력 (015760)

2025.09.17

원전 기대감에 숨겨진 이익체력 개선 잠재력

[에너지/유틸리티/화학] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnssec.com

목표주가 4.7만원, 투자의견 매수로 커버리지 신규 개시

동사에 대한 목표주가 47,000원과 투자의견 매수로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25~26년 평균 BPS 78,266원에 PBR 0.59배를 적용하여 산출했는데, 과거 연료비 하락으로 이익 체력이 개선된 15~16년 동사 평균 PBR 대비 20% 할증하였다. 할증의 근거는 25~26년 기점으로 국내 원유/LNG 도입가격의 추가 하락이 예상된다는 점과 연료비 하락에도 국내 전력망 투자 자원 확보를 위해서 요금 인상 가능성이 높다는 점, 도소매시장 LMP 실행에 따른 전력구입비 하락 등 비용 하락과 판가 상승 요인이 공존한다는 점에 근거한다.

현 정부 에너지 정책 추진을 위한 필수 전제조건: 전기료 인상

전기요금은 그 생산과 공급에 투입된 모든 비용을 보전하는 총괄원가방식에 따라 산자부와 협의해 결정된다. 25~26년은 사우디 증산 기조 강화와 내수용 물량의 수출 전환, 미국 LNG 수출량 확대 등으로 유가와 LNG 가격 모두 하향 안정화가 예상되며, 원칙적으로는 전기요금도 이와 동반해서 하향 조정되어야 한다. 그러나 21~23년 연료비 인상 구간에서 연료비 연동제도가 제대로 작동하지 않아 동사는 3년 누적 기준 43조원에 달하는 적자를 기록했고, 대규모 사채와 차입금 발행을 통해 손실에 대응한 결과 현재 연간 이자비용만 4조원을 훌쩍 넘어서고 있다.

이런 와중에 현 정부는 AI 산업 육성 및 재생에너지 활용한 데이터센터 전력사용 지원, 에너지고속도로 건설 등을 추진하고 있는데 해당 정책들이 제대로 추진되기 위해서는 전력망 투자가 수반되어야만 한다. 동사는 이미 전력망에 연 8~9조원을 집행 중이고, 그 외 부문을 포함해 25년 20조, 26년 24조원의 지출을 계획하고 있다. 연료비 하락과 산업용 전기료 인상으로 24년부터 이익이 조금씩 회복되고 있긴 하나, 현 재무구조에서는 추가적인 대규모 투자를 더 감당해내기 쉽지 않다. 따라서 연료비 하락에도 불구하고, 현 정부의 에너지 정책을 추진하기 위해서는 전기요금 인상이 피할 수 없는 선택지라는 판단이다. 다만, 아직까진 집권 초반인 만큼 당분간 동결 기조가 유지된 후 내년 초 정도 요금인상 시행에 무게를 둔다.

원전 기대감에 숨겨진 이익체력 개선 잠재력에 주목

아직 세부사항이 확정되지는 않았으나 26년부터 LMP 제도가 도소매시장에 동시 적용될 것으로 예상된다. 도소매에서 수도권과 비수도권의 SMP, 전력 판매단가가 동시에 각각 10원씩 변동된다고 가정할 경우, 전력구입비 하락 효과가 좀 더 커 연결 기준 동사 손익 효과는 연간 대략 1.3조원 내외로 추정된다<표3 참고>.

연료비 하락과 LMP 시행에 따른 전력구입비 감소, 그럼에도 대규모 전력망 투자 자원 조달을 위한 전기요금 인상에 근거해 25년 영업이익 14.2조원(+68%YoY) 전망한다. 정부는 출자기관 배당성향 평균 40% 목표하고 있으나, 동사는 차입금 상환과 대규모 CAPEX 집행 부담으로 이를 충족시킬 순 없다. 다만, 이익 증가와 지난 4년간의 배당 부채를 감안하면 올해는 성향이 상향될 수 있다는 판단이며 25년 DPS 2,000원(배당성향 17%)을 예상한다. 연료비/전력구입비 하락과 요금 인상 가능성, 배당금 증가 등 원전 관련 모멘텀 외에도 투자포인트들은 충분하다. 최근 원전 기대감에 숨겨진 동사의 이익체력 개선 잠재력을 바라볼 필요가 있다.

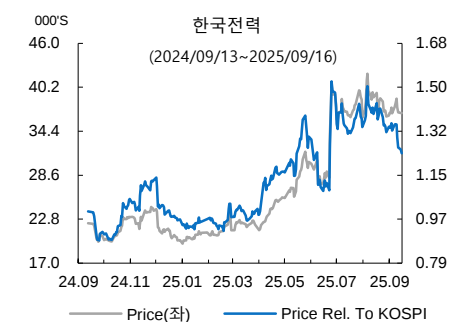
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	47,000원(신규)
증가(2025.09.16)	36,800원
상승여력	27.7 %

Stock Indicator	
자본금	3,210십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	23,624십억원
외국인지분율	21.1%
52주 주가	19,560~42,000원
60일평균거래량	4,839,614주
60일평균거래대금	182.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	33.6	65.4	65.4
상대수익률	-12.2	16.5	31.0	31.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	93,399	96,130	102,838	109,890
영업이익(십억원)	8,365	14,246	18,096	20,786
순이익(십억원)	3,492	7,736	10,375	12,269
EPS(원)	5,439	12,051	16,162	19,111
BPS(원)	62,177	72,528	86,516	102,997
PER(배)	3.7	3.1	2.3	1.9
PBR(배)	0.3	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	9.2	17.9	20.3	20.2
배당수익률(%)	1.1	5.4	6.8	8.2
EV/EBITDA(배)	6.3	5.2	4.7	4.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한국전력 목표주가 산정: PBR Valuation

(원, 배, %)	적용 값	참고내용
적용 BPS (25~26년 평균)	78,266	2025~2026년 BPS 당사 추정치 평균
2025년 BPS	72,323	
2026년 BPS	84,208	
Target PBR	0.59	연료비 하락으로 이익체력 개선됐던 2015~2016년 평균 (0.49배) 대비 +20% 할증
적정주가(원)	46,739	BPS * Target PBR
목표주가(원)	47,000	
현재주가(원)	36,800	2025년 9월 16일 종가 기준
상승여력(%)	27.7%	

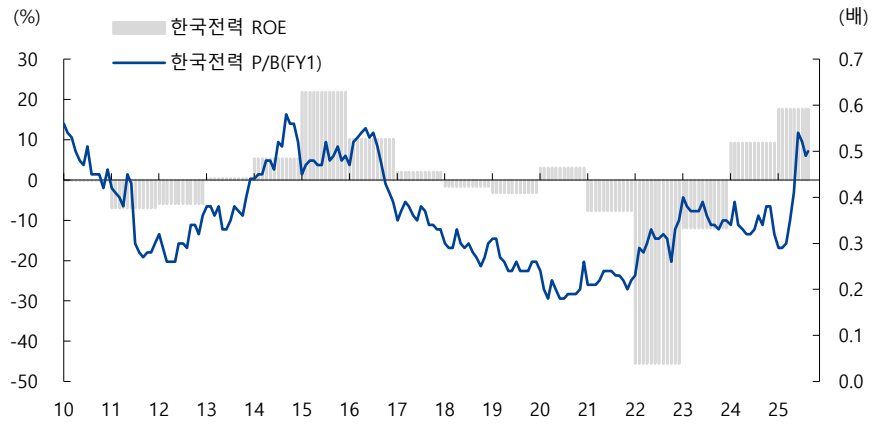
자료: iM증권 리서치본부

표2. 한국전력 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	21,950	26,157	23,799	93,399	96,131	102,838
전기판매수익	22,165	19,541	25,022	22,162	23,211	20,947	25,014	22,463	88,890	91,635	98,068
기타매출	1,128	933	1,081	1,367	1,013	1,004	1,142	1,336	4,509	4,496	4,770
매출원가 및 판매비	21,993	19,223	22,707	21,110	20,470	19,814	20,867	20,743	85,034	81,884	84,742
연료비	6,160	4,756	6,725	4,897	5,010	4,315	4,661	4,257	22,538	18,244	16,595
구입전력비	9,203	7,970	9,646	7,841	8,757	8,601	9,369	8,463	34,660	35,180	37,632
감가상각비	2,809	2,842	2,884	2,874	2,951	2,927	3,007	3,057	11,409	11,942	12,720
수선유지비	734	771	689	754	557	732	745	796	2,948	2,831	3,110
기타 영업비용	3,087	2,885	2,763	4,744	3,195	3,240	3,084	4,169	13,479	13,688	14,685
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,419	3,754	2,136	5,290	3,057	8,365	14,246	18,096
영업이익률	5.6%	6.1%	13.0%	10.3%	15.5%	9.7%	20.2%	12.8%	9.0%	14.8%	17.6%
환율(KRW/USD)	1,329	1,371	1,330	1,396	1,430	1,401	1,380	1,380	1,357	1,398	1,400
Dubai (\$/bbl)	81	85	82	74	77	67	70	68	81	71	66
LNG (KRW/ton)	1,157	1,032	1,071	1,049	1,046	994	962	915	1,077	979	946
전력판매량(GWh)	141,696	126,787	149,900	131,438	141,018	127,341	151,230	131,592	549,821	551,181	555,598
전력구매량(GWh)_IPP	161	156	167	167	170	165	165	171	163	168	177
전력판매단가(원/kWh)	52,541	46,870	52,707	48,546	58,671	57,365	57,117	55,356	200,664	228,509	228,478
SMP(원/kWh)	131	126	139	115	116	123	122	113	128	118	122
스프레드(원/kWh)	30	30	28	52	54	43	44	58	35	50	55

자료: iM증권 리서치본부

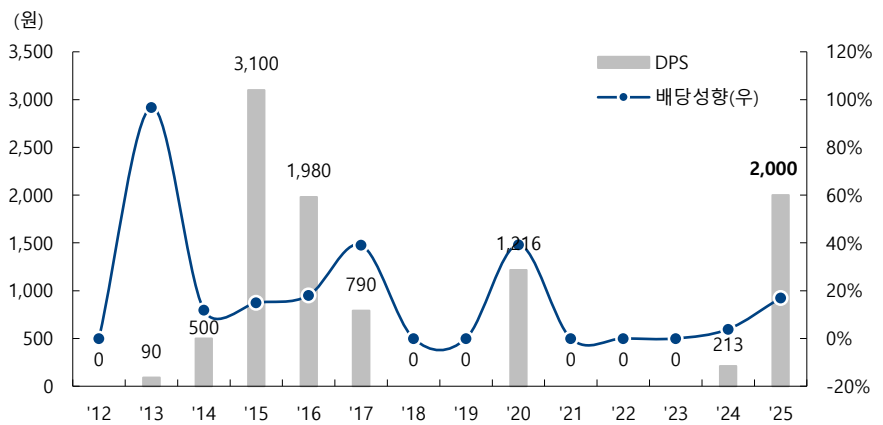
그림1. 한국전력 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: iM증권 리서치본부

주: 25년 ROE는 당사 추정치 기준

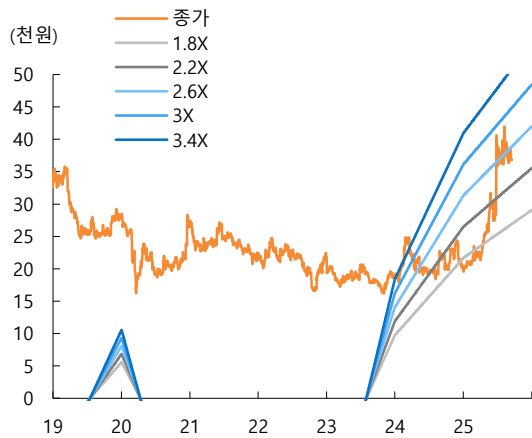
그림2. 한국전력 DPS 및 배당성향 추이



자료: iM증권 리서치본부

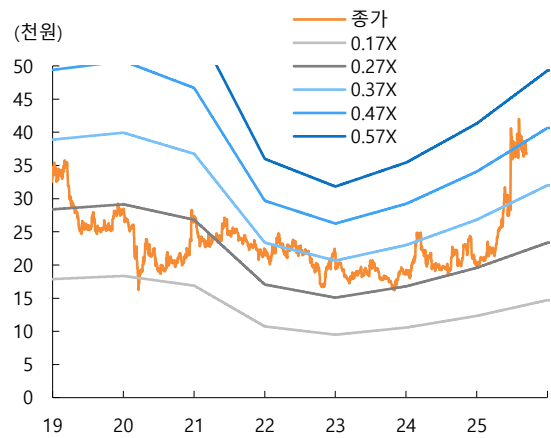
주: 25년 DPS 및 배당성향은 당사 추정치 기준

그림3. 한국전력 12M Forward PER 추이



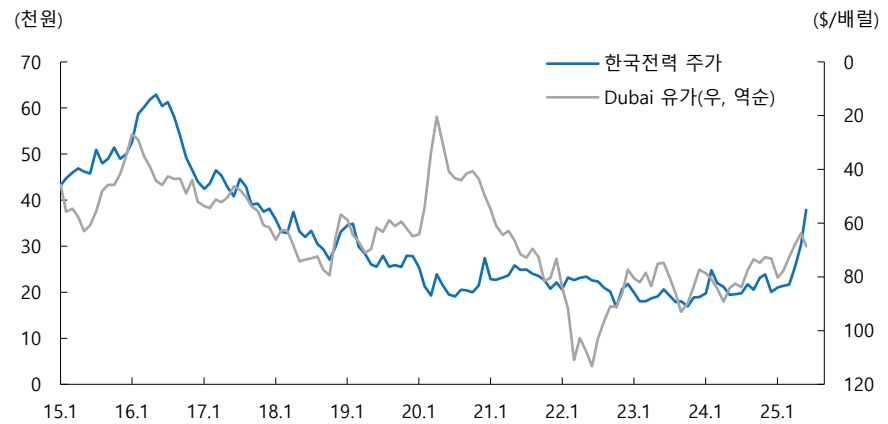
자료: iM증권 리서치본부

그림4. 한국전력 12M Forward PBR 추이



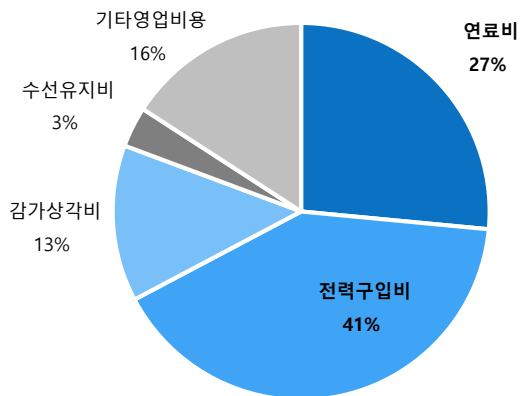
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 한국전력 주가와 Dubai 유가 추이



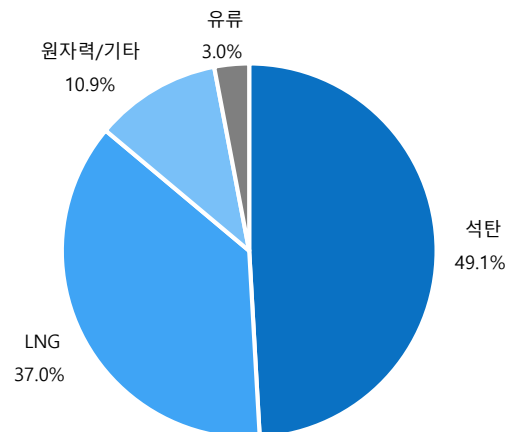
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 한국전력 비용 항목별 비중 (2024년 기준)



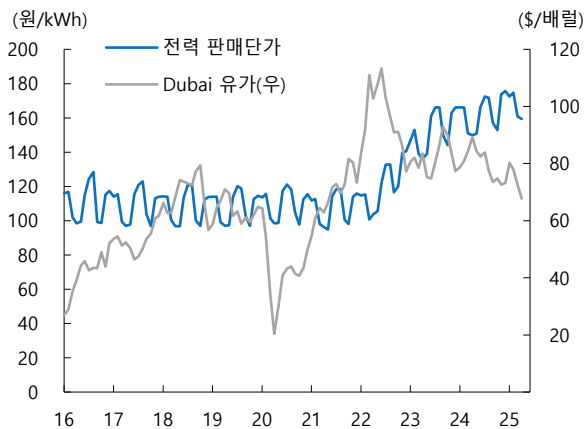
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림7. 한국전력 연료비 비중 (2024년 기준)



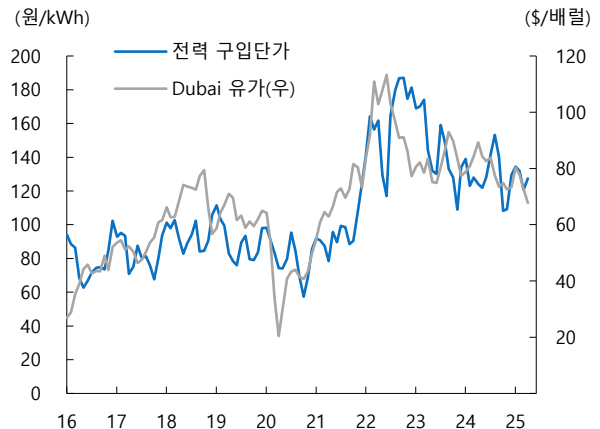
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림8. 한국전력 전력 판매단가 및 Dubai 유가 추이



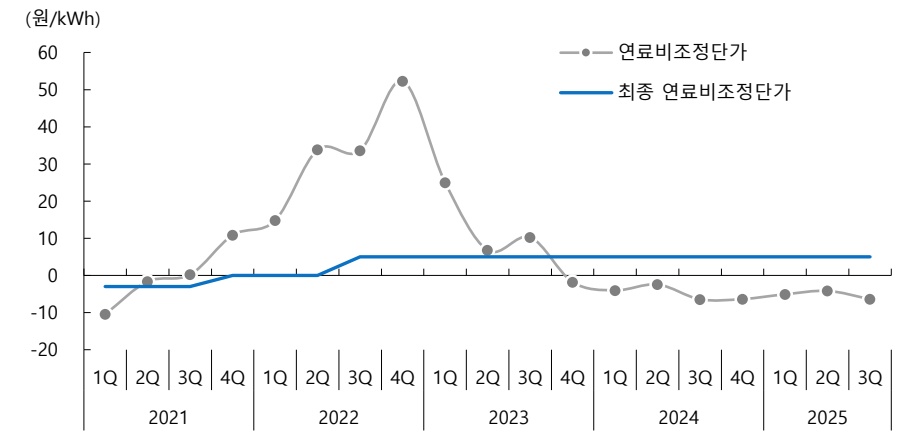
자료: 한국전력, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 한국전력 전력 구입단가 및 Dubai 유가 추이



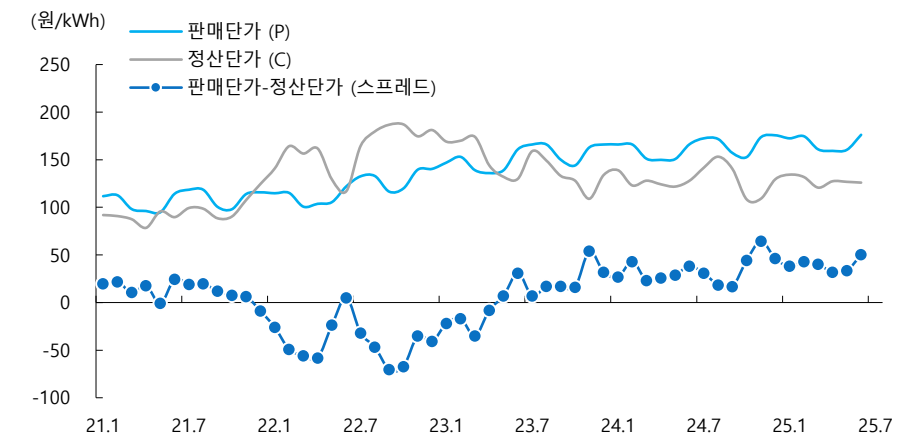
자료: 한국전력, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 한국전력 연료비조정단가와 실제 적용된 최종 연료비조정단가 추이



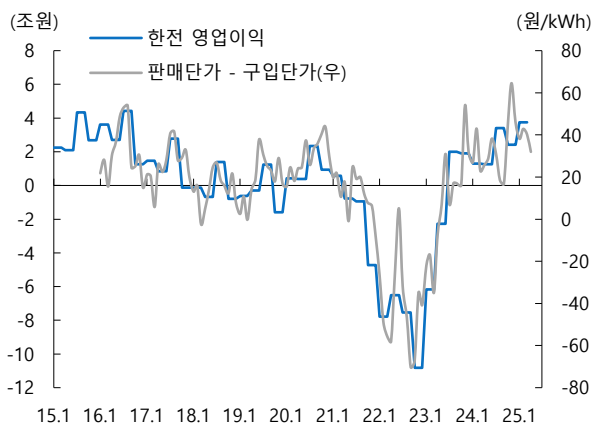
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림11. 한국전력 판매단가와 정산단가 추이



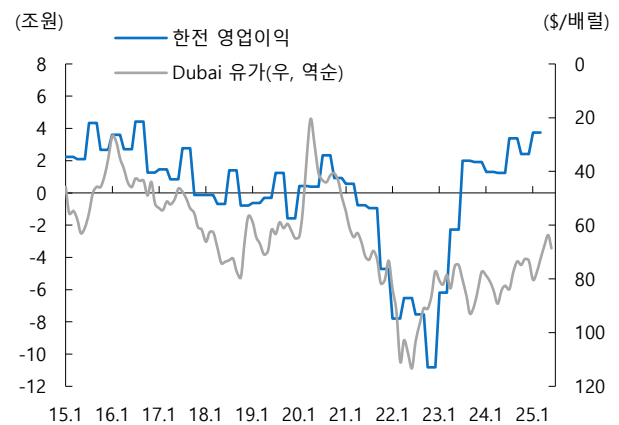
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림12. 한전 영업이익과 전력 판매마진(판매단가-구입단가) 추이



자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림13. 한전 영업이익과 Dubai 유가 추이



자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림14. 지역별 차등요금제 개념



자료: 산업통상자원부, iM증권 리서치본부

표3. 도매시장(SMP) 및 소매시장(전력단가) LMP 도입에 따른 한국전력 수익 변동 시나리오

		수도권	비수도권	산정 참고사항
[도매시장] 한국전력의 SMP 수도권 +10원, 비수도권 -10원 변동 가정	발전량 비중	16%	84%	(A): 23년 기준 수도권/비수도권 발전 비중
	SMP 변동	+10원	-10원	(B)
	한전 SMP 변동 효과	1.6	-8.4	(C) = (수도권 (A) x (B)) + (비수도권 (A) x (B))
	수도권+비수도권 합산 효과		-6.8	(D) = 수도권 C + 비수도권 C
	(1) 발전자회사	전력구입량 발전자회사 비중	65%	(a)
		SMP 조정계수 (가정)	0.6	(b)
		원전/석탄발전 비중 고려	84%	(c) = (C) x (a) x (b) x 84%
		그 외 발전 비중 고려	16%	(d) = (C) x (a) x (b) x 16%
	실제 발전자회사 SMP 변동 효과		-2.9	(e) = (c) + (d)
	(2) 민자발전사	전력구입량 민자발전사 비중	35%	(a')
		실제 민자발전사 SMP 변동	-2.4	(b') = (C) x (a')
	최종 SMP 변동 효과 (원/kWh)		-5.3	(E) = (e) + (b')
	전력 구매량 (TWh)		550	(F)
	도매시장에서 한전 비용 감소 효과 (십억원)		-2,923.2	(G) = (E) x (F)
[소매시장] 한국전력의 전력 판매단가 수도권 +10원, 비수도권 -10원 변동 가정	소비량 비중	35%	65%	(A'): 23년 기준 수도권/비수도권 전력 소비량 비중
	전력요금 변동	+10원	-10원	(B')
	한전 전력판매 수익 변동	3.5	-6.5	(C') = (수도권 (A') x (B')) + (비수도권 (A') x (B'))
	최종 전력요금 변동 효과 (원/kWh)		-3.0	(D') = 수도권 C' + 비수도권 C'
	전력 판매량 (TWh)		550	(E')
	소매시장에서 한전 수익 감소 효과 (십억원)		-1,650.0	(F') = (D') x (E')
도소매시장 총 수익 변동 효과		1,273.2		(G) + (F'): 도매시장 비용 감소 + 소매시장 수익 감소

자료: iM증권 리서치본부, 주: 서울/경기만 수도권으로 가정했고, 도매시장에서 PPA는 제외한 후 전력 판매량과 구매량 동일하게 가정

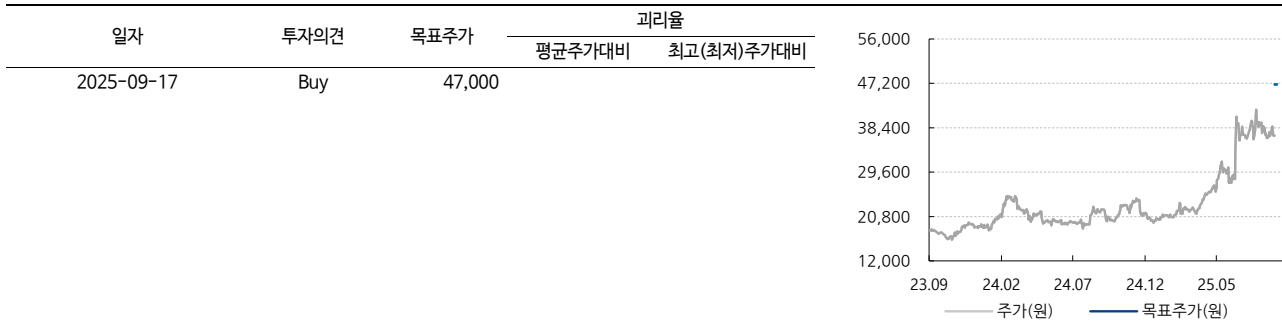
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	29,255	35,730	40,063	42,042	매출액	93,399	96,130	102,838	109,890
현금 및 현금성자산	2,383	7,324	9,552	9,366	증가율(%)	5.9	2.9	7.0	6.9
단기금융자산	2,823	2,907	2,995	3,085	매출원가	81,964	78,979	81,773	85,906
매출채권	14,022	14,620	15,568	16,547	매출총이익	11,435	17,151	21,066	23,984
재고자산	9,769	10,556	11,559	12,586	판매비와관리비	3,070	2,905	2,970	3,198
비유동자산	217,553	221,132	229,173	237,137	연구개발비	219	-	-	-
유형자산	182,983	186,513	194,478	202,344	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,146	980	841	724	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	246,808	256,863	269,236	279,179	영업이익	8,365	14,246	18,096	20,786
유동부채	63,969	63,890	64,196	64,451	증가율(%)	흑전	70.3	27.0	14.9
매입채무	4,495	5,350	5,955	6,523	영업이익률(%)	9.0	14.8	17.6	18.9
단기차입금	9,123	8,623	8,123	7,623	이자수익	468	512	627	623
유동성장기부채	35,319	35,319	35,319	35,319	이자비용	4,665	4,110	4,114	4,016
비유동부채	141,476	144,676	147,376	146,026	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	84,973	88,473	91,473	90,473	기타영업외손익	97	160	134	114
장기차입금	3,119	2,819	2,519	2,169	세전계속사업이익	5,257	11,560	15,499	18,349
부채총계	205,445	208,566	211,572	210,477	법인세비용	1,635	3,535	4,736	5,623
지배주주지분	39,915	46,560	55,540	66,120	세전계속이익률(%)	5.6	12.0	15.1	16.7
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	당기순이익	3,622	8,025	10,762	12,726
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445	순이익률(%)	3.9	8.3	10.5	11.6
이익잉여금	20,128	26,580	35,351	45,694	지배주주귀속 순이익	3,492	7,736	10,375	12,269
기타자본항목	14,133	14,325	14,535	14,772	기타포괄이익	629	193	210	237
비지배주주지분	1,448	1,736	2,123	2,581	총포괄이익	4,251	8,218	10,972	12,963
자본총계	41,363	48,297	57,664	68,701	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	15,876	19,130	21,949	23,412	주당지표(원)				
당기순이익	3,622	8,025	10,762	12,726	EPS	5,439	12,051	16,162	19,111
유형자산감가상각비	13,834	14,220	13,685	13,314	BPS	62,177	72,528	86,516	102,997
무형자산상각비	164	166	139	117	CFPS	27,243	34,459	37,696	40,033
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	213	2,000	2,500	3,000
투자활동 현금흐름	-14,093	-16,503	-20,405	-19,938	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-13,813	-17,750	-21,650	-21,180	PER	3.7	3.1	2.3	1.9
무형자산의 처분(취득)	-91	-	-	-	PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-1,785	-215	-215	-215	PCR	0.7	1.1	1.0	0.9
재무활동 현금흐름	-3,849	2,458	810	-3,561	EV/EBITDA	6.3	5.2	4.7	4.3
단기금융부채의증감	-1,536	-500	-500	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-2,070	3,200	2,700	-1,350	ROE	9.2	17.9	20.3	20.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	23.9	29.8	31.0	31.1
배당금지급	-12	-12	-12	-12	부채비율	496.7	431.8	366.9	306.4
현금및현금성자산의증감	-1,960	4,941	2,228	-186	순부채비율	307.8	258.8	216.6	179.2
기초현금및현금성자산	4,343	2,383	7,324	9,552	매출채권회전율(x)	6.9	6.7	6.8	6.8
기말현금및현금성자산	2,383	7,324	9,552	9,366	재고자산회전율(x)	10.0	9.5	9.3	9.1

자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

한국전력 투자의견 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 : 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%