

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

한국전력 (015760)

뼈아픈 전력 판매량 감소

◎ 3Q26 영업이익 시장 기대치 하회

》 3Q26 연결 영업이익 1조 6,442억원(-71%YoY, OPM 6.1%)
당사 추정치(2조 8,990억원), 시장 기대치(2조 4,143억원)를 하회

》 3Q26 전기판매수익 당사 추정치 대비 약 8,500억원 하회
- 3Q26 전력 판매량 -1.9%YoY, 산업용 전력 판매량 -2.7%YoY
- 2026년 산업용 전력 위주로 판매량 감소 가속화. 기업들의 자가 발전 및 PPA 확대 영향으로 해석
- 2027년에는 산업용 전기요금 인하 효과로 전력 판매량 감소세 둔화 예상
- 2028년에는 반도체 중심의 제조업 전력 수요 확대로 판매량 반등 기대

》 3Q26 영업비용 당사 추정치 대비 약 5,900억원 증가
- 기타영업비용 전년 동기 대비 약 8,000억원 증가
- 원전복구충당부채 재산정에 따른 일회성 비용 발생. 전년 동기 대비 약 5,500억원 증가
- 온실가스 배출원가 비용 역시 3Q26에 정산이 몰리면서, 전년 동기 대비 약 5,500억원 증가
- 탄소배출권 유상할당 비중 상향으로 인해, 온실가스 배출원가 비용의 구조적인 상승 예상
- 3Q26 연료비, 구입전력비는 당사 추정치에 부합

◎ 비용 증가 요인과 비용 안정화 요인이 혼재된 2027년

》 2027년 영업이익 6조 8,716억원(+10%YoY, OPM 7.2%) 전망
- 전력 판매량 감소에 따른 외형 축소 및 구조적인 비용 증가 요인 반영해, 영업이익 전망치 하향
- 기타 비용 +3.4% YoY 증가 예상. 온실가스 배출원가 비용 등 구조적인 비용 증가세 고려
- 구입전력비 -0.4% YoY 감소 예상. REC 구입 비용 증가에도 불구하고, 전력 구입량 감소로 상쇄
- 연료비 -6.5% YoY 감소 예상. 연료 구입 단가 안정화 및 발전 Mix 개선 효과
- 지역별 차등 요금제 도입 효과는 아직 반영하지 않은 추정치

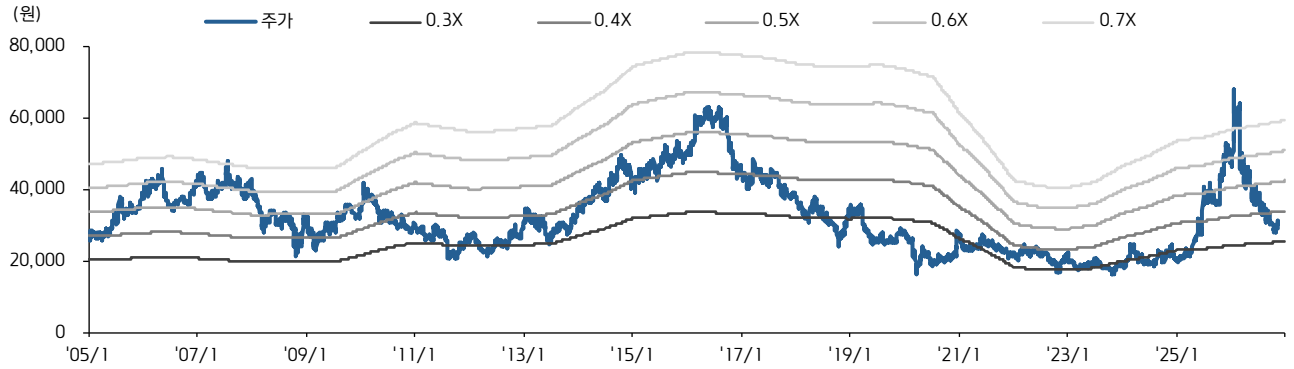
◎ 실적 하향 리스크를 선반영하고 있는 주가. 대외 환경 개선 기대
- 현재 주가는 12 개월 선행 P/B 0.36 배. 과거 2 개년 이상 연속 적자를 기록했던 밸류에이션 수준까지 하락
- 유가 및 환율 하락 추세 지속 시, 2027 년 영업이익 추정치 상향 가능

한국전력 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	24,224	21,950	27,572	23,683	24,399	21,919	26,852	23,267	97,429	96,436	96,059
%YoY	4%	7%	6%	1%	1%	0%	-3%	-2%	4%	-1%	0%
전기 판매 수익	23,211	20,946	26,474	22,373	23,223	20,741	25,507	22,231	93,005	91,702	91,182
기타 매출	1,013	1,004	1,098	1,310	1,175	1,178	1,345	1,036	4,425	4,734	4,877
영업 비용	20,470	19,814	21,921	21,734	20,614	20,790	25,208	23,602	83,939	90,214	89,187
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	4,925	6,884	5,467	19,436	22,493	21,036
구입전력비	8,757	8,601	9,249	7,446	8,720	8,487	10,303	9,034	34,053	36,544	36,411
감가상각비	3,532	3,459	3,465	3,327	3,369	3,466	3,481	3,489	13,784	13,805	13,842
수선유지비	557	732	776	1,277	607	833	799	1,208	3,342	3,446	3,498
기타 비용	2,614	2,707	2,930	5,073	2,700	3,079	3,741	4,405	13,324	13,925	14,401
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,949	3,784	1,129	1,644	-335	13,491	6,222	6,872
%YoY	189%	71%	66%	-19%	1%	-47%	-71%	적전	61%	-54%	10%
영업이익률 (%)	15.5%	9.7%	20.5%	8.2%	15.5%	5.1%	6.1%	-1.4%	13.8%	6.5%	7.2%
기타영업외손익	172	39	294	17	90	27	76	139	521	332	365
금융손익	-818	-678	-834	-670	-781	-930	-821	-592	-3,001	-3,125	-3,065
지분법손익 등	125	168	238	45	302	200	353	45	576	901	924
세전이익	3,232	1,665	5,349	1,341	3,395	426	1,252	-742	11,587	4,331	5,096
법인세 비용	870	489	1,559	2	876	149	416	-210	2,920	1,231	1,423
법인세율 (%)	27%	29%	29%	0%	26%	35%	33%	28%	25%	28%	28%
당기순이익	2,362	1,176	3,790	1,339	2,519	277	836	-533	8,667	3,100	3,673
지배주주순이익	2,328	1,137	3,756	1,324	2,493	267	837	-533	8,545	3,063	3,630
전력판매단가 (원/kWh)	170	165	176	170	170	165	174	169	170	169	169
두바이유($/bbl)	78	67	69	64	88	96	93	95	70	93	88
KRW/USD	1,462	1,387	1,396	1,452	1,467	1,502	1,418	1,350	1,424	1,434	1,400

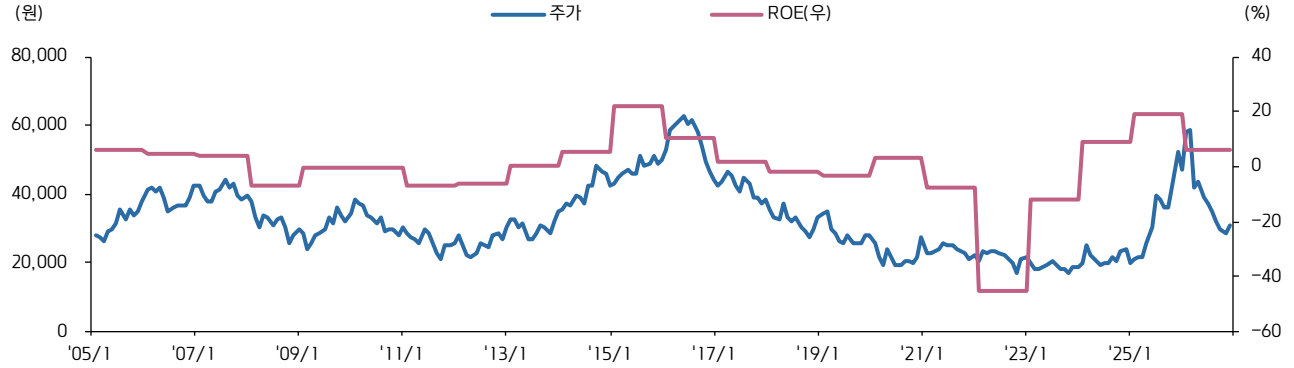
자료: 키움증권 리서치센터

한국전력 12개월 Forward P/B Chart



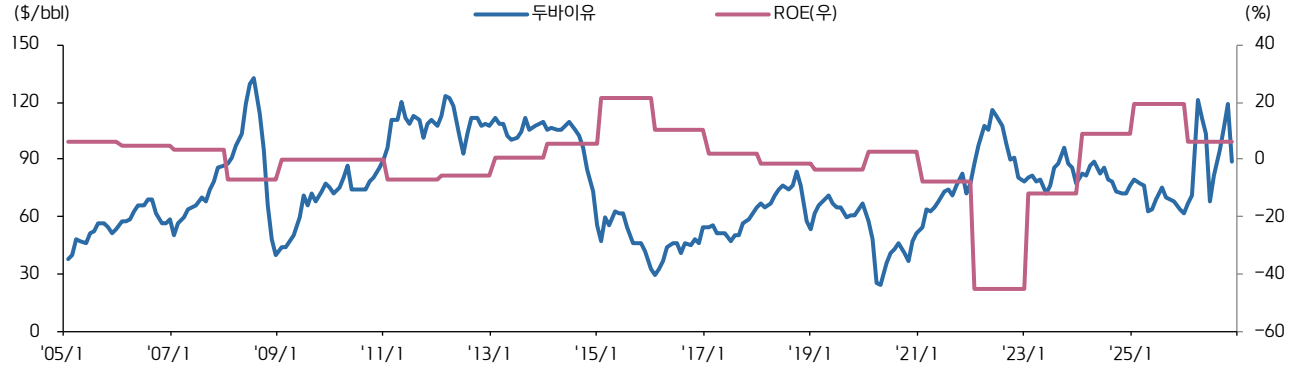
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한국전력 주가, ROE 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

두바이유 가격, 한국전력 ROE 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 12일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.