

Overweight
(Maintain)유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원
jwon2004@kiwoom.com

유틸리티

비관적인 내러티브 확산 속, 기회를 찾아서



최근 비관적인 내러티브들이 점차 증폭되고 있다. 한국전력은 유가 급등에 따른 실적 악화 우려로, 1주일간 주가가 23% 하락했다. 당사는 현재 주가 수준이 실적 추정치 하향 리스크를 상당 부분 반영해왔다고 판단한다. 주요 종목들의 투자포인트를 강화하는 소식들이 있었음에도, 데이터센터 투자 위축 우려가 이것들을 압도했다. 지금 시점에서는 긍정적인 이슈에 더욱 민감하게 반응할 필요가 있어 보인다.

>>> 한국전력: 2022년보다는 강해진 이익 체력

3월 9일 WTI는 장중 100달러를 돌파했다. 호르무즈 해협에서 실제로 물류 차질이 발생하고 전쟁이 끝날 조짐이 보이지 않자, 유가는 1주일 만에 약 50% 급등했다. 동기간 한국전력의 주가는 약 23% 하락했다. 다만, 유가가 상당 기간 100달러 이상에서 유지된다고 하더라도 과거만큼의 대규모 적자는 발생하지 않을 전망이다. 누적된 전기 요금 인상 효과와 발전 믹스 개선 등으로 2022년 대비 이익 체력이 개선됐기 때문이다.

2H26 실적에 반영되는 유가를 100달러로 가정할 경우, 2026년 연간 영업이익 약 8조원, BPS 78,910원을 전망한다. 해당 추정치 기준 현재 주가는 2026E PBR 0.57배다. 이는 실적 개선 기대감이 본격화된 1H25말 PBR 0.45배와 원전 사업 기대감이 반영됐던 2026년 초 PBR 0.7배의 중간 수준이다.

해외 원전 사업 기대감이 여전히 유효하다는 점을 감안해보면, 현재 주가는 실적 추정치 하향 리스크를 상당 부분 반영해왔다고 판단한다.

>>> 포스코인터내셔널: 고유가 장기화 시, 수혜 전망

고유가 환경 장기화 시, 동사의 미얀마 E&P 사업과 발전 사업의 실적 개선이 기대된다. 가스/전기 판매 가격이 유가에 연동되는 구조이기 때문이다. 다만 미얀마 E&P 사업은 올해 고유가 환경이 지속되더라도, 평가 반영 시점 차이로 인해 2027년 실적에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 동사가 확보한 미국산 LNG, LNG 수송선 등의 가치도 이번 이벤트를 계기로 부각될 수 있다.

>>> 두산에너지빌리티: 긍정적인 소식에도 주목

최근 1개월간 미국 전력 관련 종목들의 주가 수익률이 부진했다. 데이터센터 투자 축소에 대한 우려가 지속되는 가운데, 최근 유가 급등에 따른 금리 인하 기대감 후퇴가 투심을 더욱 악화시켰다.

반면 긍정적인 소식들도 있었다. 3월 5일 NRC는 TerraPower의 와이오밍주 프로젝트 건설 허가를 승인했다. 2030년 완공 목표인 만큼, 빠른 시일 내에 기자재 발주도 진행될 것으로 예상된다. 동사는 3월 6일 미국 데이터센터용 가스터빈 7기 공급 계약을 체결했다. 현재 고객들이 시간 가치에 대한 추가 비용까지 지불 중인 만큼, 전년 대비 수주 단가는 상승했을 것으로 추정한다. 동사는 올해부터 매년 10기 이상의 가스터빈 수주를 전망했는데, 1개 분기만에 10기를 수주했다. 올해 수주 가이드를 충분히 상회할 수 있을 전망이다.

Compliance Notice

- 당사는 3월 9일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 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.

한국전력:
2022년보다는
강해진 이익 체력

2022년 러시아-우크라이나 전쟁 발발 후 수개월간 고유가가 지속된 탓에, 한국전력은 당해 약 33조원의 영업 적자를 기록했다. 다만 지금은 유가가 상당 기간 100달러 이상에서 유지된다고 하더라도, 과거만큼의 대규모 적자는 발생하지 않을 것이라 생각한다. 2022년 대비 이익 체력이 개선됐기 때문이다.

그간 전기 요금 인상 효과가 누적되면서, 2026년 전력 판매 단가는 2022년 대비 약 42% 높을 전망이다. 또한 2022년 대비 발전 믹스도 개선될 여지가 크다. 올해 원전 가동률이 80% 후반대로 높아지면서, 한전 자회사 발전량 중 원자력 비중은 약 50%로 높아질 전망이다 (2022년 43%). 석탄+가스 비중은 2022년 53%에서 2026년 약 45%로 하락을 예상한다.

유가, 가스 가격 상승이 동사 실적에 영향을 미치는 시점은 대략 3~6개월 후이다. 즉, 현재 시점부터 높아진 유가는 3Q26부터 동사의 실적에 영향을 미칠 예정이다.

2H26 실적에 반영되는 유가를 100달러로 가정할 경우, 2026년 연간 영업이익 약 8조원, BPS 78,910원을 전망한다. 해당 추정치 기준 현재 주가는 2026E PBR 0.57배다. 이는 실적 개선 기대감이 본격화되던 1H25말 PBR 0.45배와 원전 사업 기대감이 반영됐던 2026년 초 PBR 0.7배의 중간 수준이다. 해외 원전 사업 기대감이 여전히 유효하다는 점을 감안해보면, 현재 주가는 실적 추정치 하향 리스크를 상당 부분 반영해왔다고 판단한다.

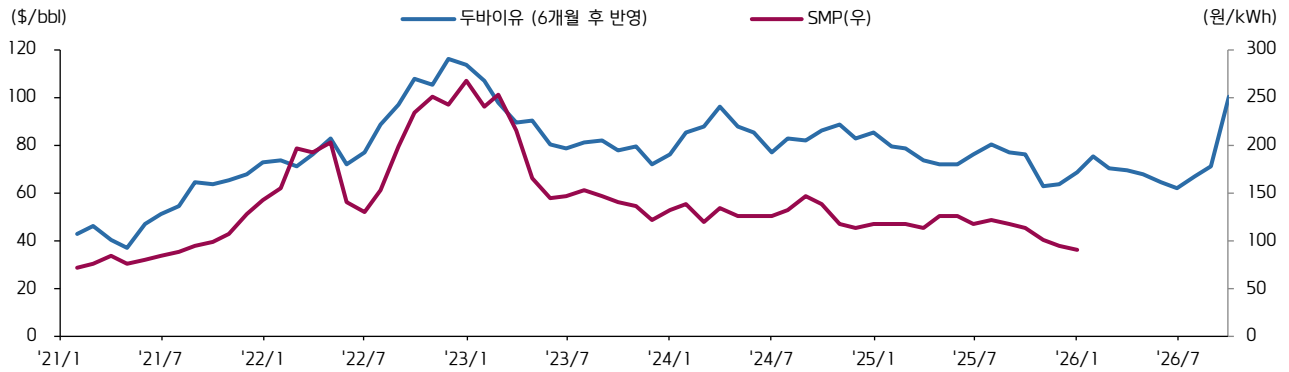
당사 추정에 따르면, 동사의 연간 영업이익은 유가 1달러 상승 시 약 5,000억원, 환율 10원 상승 시 약 3,000억원이 감소한다.

유가 시나리오별 한국전력 영업이익 전망

(단위: 십억 원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
기존 추정치 (2026E 연평균 유가 \$64)	4,406	2,911	6,307	2,981	16,605
시나리오1 (1H26 유가 \$64, 2H26 유가 \$80)	4,406	2,911	4,173	1,255	12,745
시나리오2 (1H26 유가 \$64, 2H26 유가 \$100)	4,406	2,911	1,425	-967	7,776
시나리오3 (1H26 유가 \$64, 2H26 유가 \$120)	4,406	2,911	-1,323	-3,189	2,806

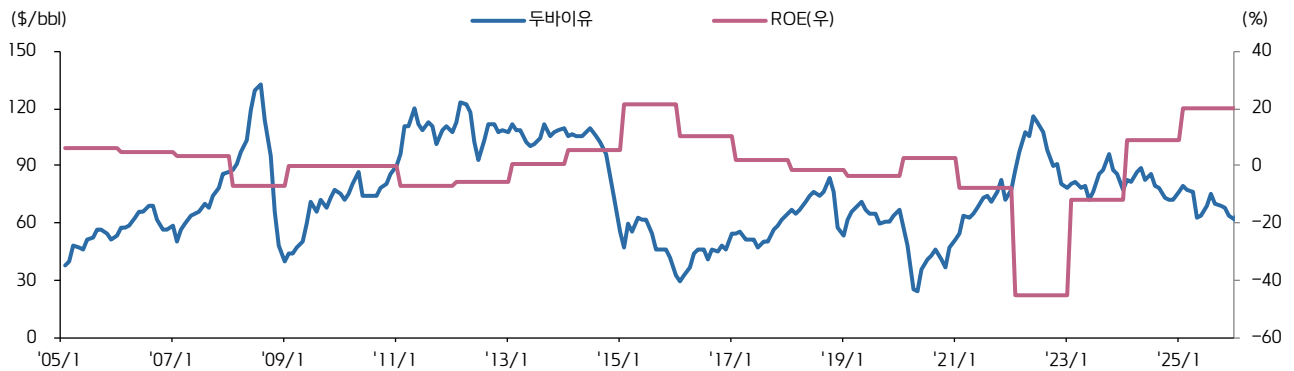
자료: 키움증권 리서치센터

두바이유 가격, SMP 비교



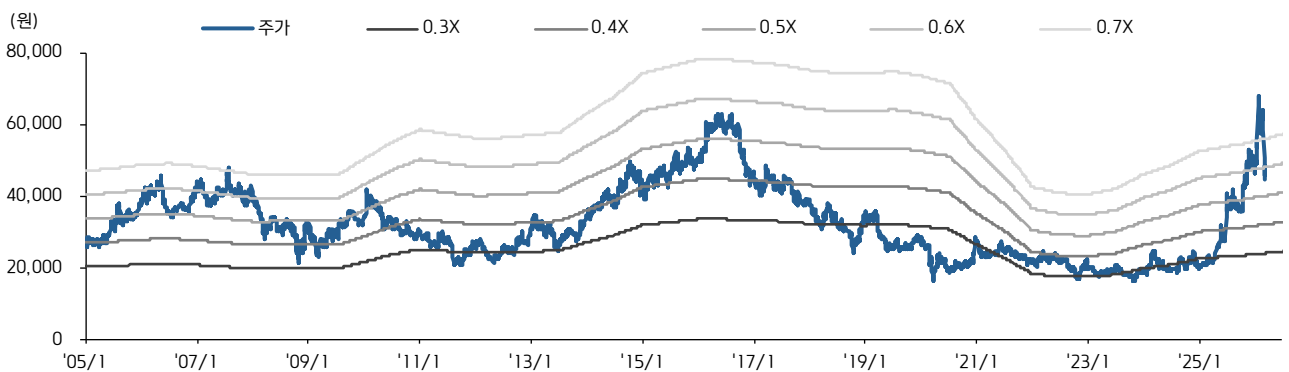
자료: Bloomberg, 한국전력, 키움증권 리서치센터

두바이유 가격, 한국전력 ROE 비교



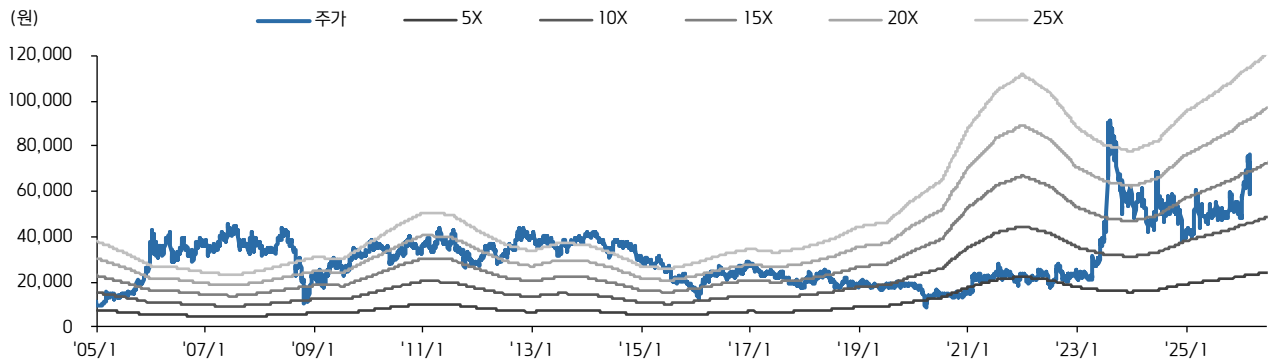
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국전력 12개월 Forward P/B Chart (2H26 유가 \$100 가정)



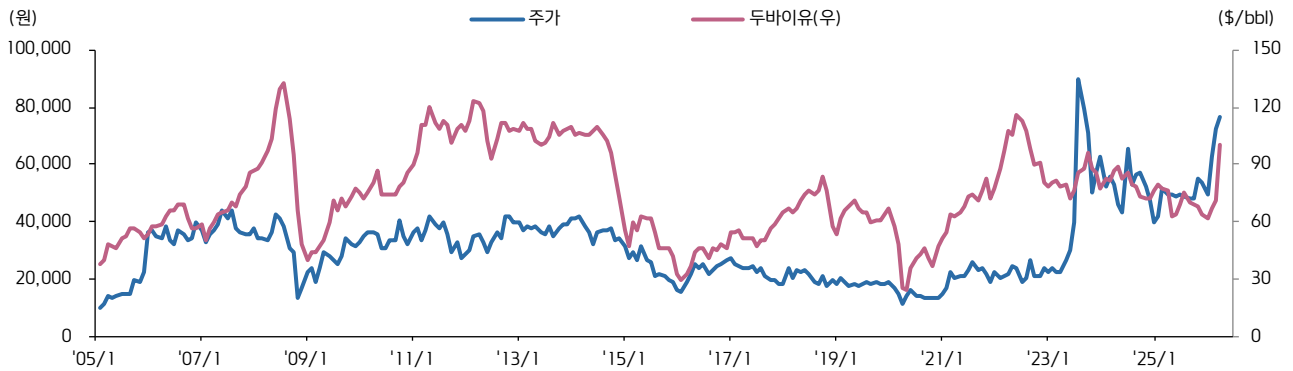
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포스코인터내셔널 12개월 Forward P/E Chart



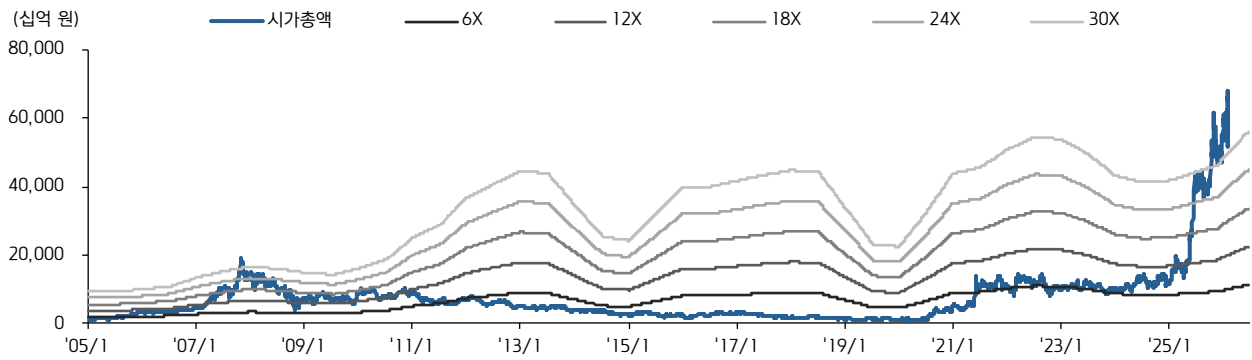
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포스코인터내셔널 주가, 유가 비교



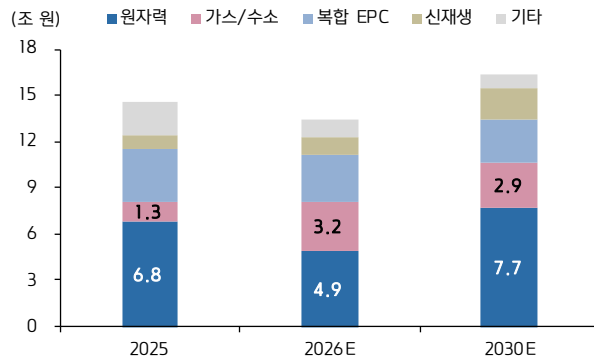
자료: 포스코인터내셔널, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

두산에너지빌리티 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



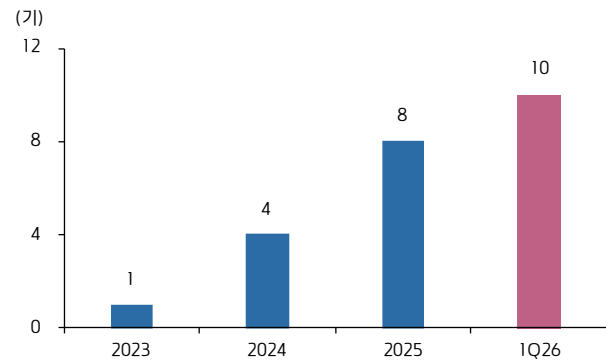
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

두산에너지빌리티 중장기 수주 전망치(4Q25 실적 발표)



자료: 두산에너지빌리티, 키움증권 리서치센터

두산에너지빌리티 연도별 가스터빈 수주



자료: 두산에너지빌리티, 키움증권 리서치센터

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 사용 될 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.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%