



3Q19 실적리뷰

BUY(Maintain)

목표주가: 37,000원
주가(11/13): 27,250원
시가총액: 174,935억원

철강/유틸리티
Analyst 이종형
02) 3787-5023
leejh@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, High, Low. Rows include KOSPI, 52-week range, and quarterly earnings.

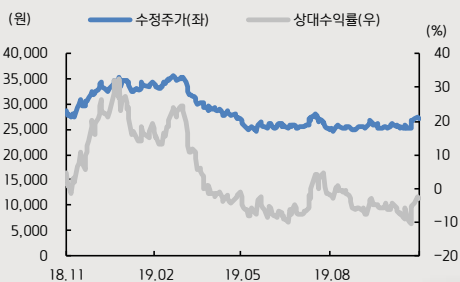
Company Data

Table with 2 columns: Metric, Value. Rows include share count, market cap, and ownership.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2017, 2018, 2019E, 2020E. Rows include earnings, EBITDA, EPS, and ratios.

Price Trend



한국전력 (015760)

지연되고 있는 턴어라운드



3분기 영업이익은 1.24조원으로 예상보다 부진했습니다. 전력판매량이 감소하면서 매출액이 부진했고 원전이용률도 예상보다 크게 떨어지면서 비용구조가 악화되었습니다.

>>> 3Q 실적은 전력판매 감소와 원전이용률 하락으로 부진

3Q19 영업이익은 1.24조원(-11% YoY)으로 키움증권 추정치 1.72조원과 컨센서스 1.50조원을 하회했다. 1) 덜 더운 여름과 제조업 경기둔화로 전력판매량이 -2.3%YoY 감소해 매출액이 예상보다 부진했고, 2) 원전이용률이 65.2% (-8.0%p YoY, -17.6%p QoQ)로 떨어지며 예상치 75%를 하회해 비용구조가 악화되었기 때문이다.

영업외 손익에서는 호주 바이롱 광산과 관련해 손상차손 4,500억원을 반영했다. 바이롱 광산은 한전이 2010년 호주 앵글로 아메리칸社로부터 4,190억원에 인수해 현재까지 총 7억달러(약 8,337억원)를 투입한 유연탄 광산인데, 올해 9월 호주 독립평가위원회가 사업허가를 반려했다.

>>> 지연되고 있는 턴어라운드

석탄가격 하락에 따른 연료비 감소와 유가하락에 따른 SMP 하락이라는 우호적 환경에도 기저발전 이용률이 예상보다 부진하면서 2Q19 어닝서프라이즈 이후 기대했던 비용구조 개선이 지연되고 있다.

진행중인 계획예방정비 일정을 감안할 때 4Q에도 원전이용률은 개선되기 어려워 4Q19 영업이익 전망치를 기존 +0.46조원에서 -1.04조원으로 하향하고 2019년 연간 영업이익 전망치를 기존 +1.25조원 흑자에서 -0.73조원 적자로 낮춘다. 한편, 강화된 원전 정비와 동절기 석탄발전 가동제한 시행으로 기저 발전에 비우호적인 상황을 감안해 2020년 영업이익 전망치를 +2.14조원으로 -29% 하향하고 지배주주순이익 전망치도 +0.82조원으로 -39% 하향한다.

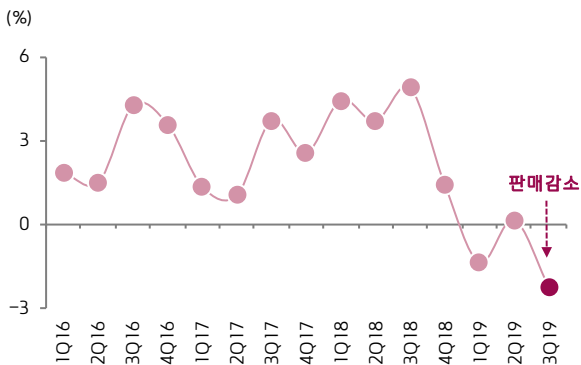
전기요금 인상 가능성이 불투명한 상황에서 기대했던 비용구조 개선도 지연되면서 당장의 주가 상승을 이끌 만한 모멘텀이 부족하다. 하지만 현 주가 12mf PBR 0.26X로 역사적 PBR 밴드 최저점에 위치해 하방경직성을 보유하고 있고, 비록 속도가 더디긴 하지만 내년부터 턴어라운드가 기대된다는 점을 감안해 목표주가 37,000원(12mf PBR 0.35X), 투자이견 Buy를 유지한다.

한국전력 3Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	3Q19	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q19	%QoQ	3Q18	%YoY
매출액	15,912	16,355	-2.7	16,108	-1.2	13,071	21.7	16,410	-3.0
영업이익	1,239	1,720	-27.9	1,499	-17.3	-299	-514.9	1,395	-11.2
영업이익률(%)	7.8	10.5		9.3		-2.3		8.5	
세전이익	307	1,432	-78.6	1,165	-73.7	-750	-140.9	1,109	-72.3
순이익	241	1,087	-77.8	835	-71.1	-412	-158.5	737	-67.3
지배주주순이익	223	1,053	-78.8	903	-75.3	-448	-149.8	709	-68.6
두바이유(USD)	61	60	1.8			67	-9.5	74	-17.6
석탄-뉴캐슬(USD)	66	68	-3.3			76	-13.8	118	-44.0
원달러환율	1,193	1,200	-0.6			1,166	2.3	1,122	6.4

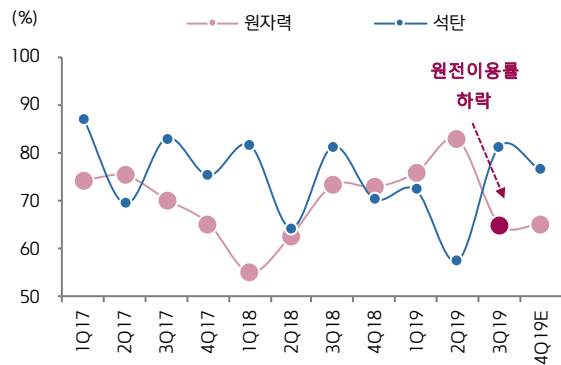
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



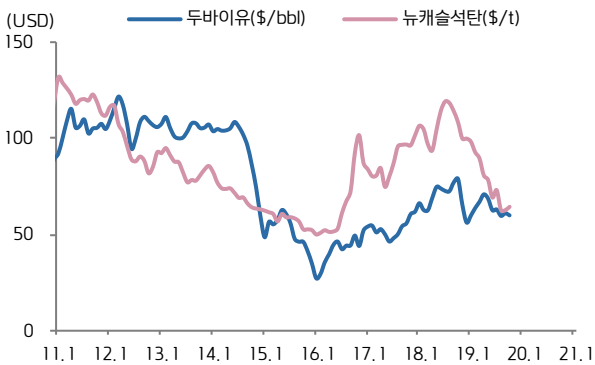
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이 및 전망



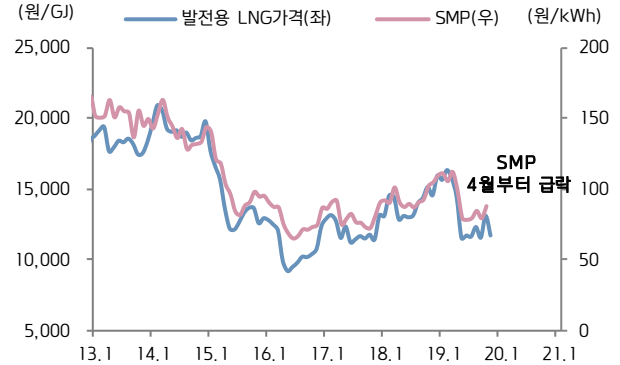
자료: 한국전력, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

발전용 LNG가격과 SMP



자료: 한국가스공사, 전력거래소, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E
매출액	15,706	13,337	16,410	15,175	15,248	13,071	15,912	15,125
영업이익	-128	-687	1,395	-788	-630	-299	1,239	-1,039
영업이익률(%)	-0.8	-5.2	8.5	-5.2	-4.1	-2.3	7.8	-6.9
세전이익	-262	-1,700	1,109	-1,147	-796	-750	307	-876
순이익	-250	-919	737	-743	-761	-412	241	-659
지배주주순이익	-277	-949	709	-797	-788	-448	223	-690
두바이유(USD)	64	73	74	67	64	67	61	60
석탄-뉴캐슬(USD)	103	104	118	103	93	76	66	64
원달러환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,166	1,193	1,170

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	58,958	60,190	59,815	60,628	59,357	59,463	59,711
<b>영업이익</b>	<b>11,347</b>	<b>12,002</b>	<b>4,953</b>	<b>-208</b>	<b>-728</b>	<b>2,144</b>	<b>3,022</b>
영업이익률	19.2	19.9	8.3	-0.3	-1.2	3.6	5.1
세전이익	18,656	10,513	3,614	-2,001	-2,116	1,141	1,962
순이익	13,416	7,148	1,441	-1,174	-1,592	913	1,570
지배순이익	13,289	7,049	1,299	-1,315	-1,703	821	1,452
EPS(지배주주)	20,701	10,980	2,023	-2,048	-2,653	1,280	2,262
BPS(지배주주)	103,798	111,725	111,660	108,641	105,822	106,935	109,030
ROE(지배주주)	22.1	10.2	1.8	-1.9	-2.5	1.2	2.1
두바이유(USD)	51	41	53	69	63	60	60
석탄-뉴캐슬(USD)	58	66	88	107	75	64	64
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,100	1,164	1,170	1,170

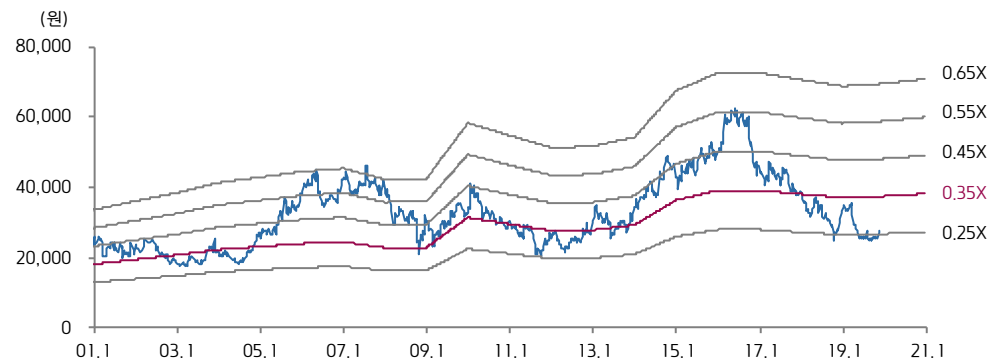
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	59,865	60,002	59,357	59,463	-0.8	-0.9
<b>영업이익</b>	<b>1,246</b>	<b>3,011</b>	<b>-728</b>	<b>2,144</b>	<b>적전</b>	<b>-28.8</b>
영업이익률	2.1	5.0	-1.2	3.6		
세전이익	145	1,878	-2,116	1,141	적전	-39.3
순이익	110	1,503	-1,592	913	적전	-39.3
지배순이익	-33	1,352	-1,703	821	적전	-39.3
EPS(지배주주)	-52	2,107	-2,653	1,280	NA	-39.3
BPS(지배주주)	108,423	110,363	105,822	106,935	-2.4	-3.1
ROE(지배주주)	0.0	1.9	-2.5	1.2		
두바이유(USD)	63	60	63	60	0.4	0.0
석탄-뉴캐슬(USD)	76	68	75	64	-2.0	-5.9
원달러환율	1,173	1,200	1,164	1,170	-0.8	-2.5

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 기관 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

한국전력 외국인 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	59,815	60,628	59,357	59,463	59,711
매출원가	52,099	58,208	57,358	54,456	53,684
매출총이익	7,716	2,420	1,998	5,006	6,027
판관비	2,763	2,628	2,726	2,862	3,005
<b>영업이익</b>	4,953	-208	-728	2,144	3,022
<b>EBITDA</b>	14,727	9,817	10,183	13,398	14,508
영업외손익	-1,339	-1,793	-1,388	-1,003	-1,060
이자수익	206	224	212	207	212
이자비용	1,790	1,868	1,990	2,051	2,112
외환관련이익	1,380	233	0	0	0
외환관련손실	305	589	0	0	0
종속 및 관계기업손익	-108	358	358	358	358
기타	-722	-151	32	483	482
<b>법인세차감전이익</b>	3,614	-2,001	-2,116	1,141	1,962
법인세비용	2,173	-826	-524	228	392
계속사업손익	1,441	-1,174	-1,592	913	1,570
<b>당기순이익</b>	1,441	-1,174	-1,592	913	1,570
<b>지배주주순이익</b>	1,299	-1,315	-1,703	821	1,452
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-0.6	1.4	-2.1	0.2	0.4
영업이익 증감율	-58.7	-104.2	250.0	-394.5	41.0
EBITDA 증감율	-29.7	-33.3	3.7	31.6	8.3
지배주주순이익 증감율	-81.6	-201.2	29.5	-148.2	76.9
EPS 증감율	-81.6	적전	적지	흑전	76.8
매출총이익율(%)	12.9	4.0	3.4	8.4	10.1
영업이익률(%)	8.3	-0.3	-1.2	3.6	5.1
EBITDA Margin(%)	24.6	16.2	17.2	22.5	24.3
지배주주순이익률(%)	2.2	-2.2	-2.9	1.4	2.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	19,142	19,745	18,242	18,433	18,836
현금 및 현금성자산	2,370	1,358	645	811	1,154
단기금융자산	1,971	2,118	2,402	2,402	2,402
매출채권 및 기타채권	8,006	7,792	7,733	7,747	7,779
재고자산	6,002	7,188	6,457	6,468	6,496
기타유동자산	2,764	3,407	1,005.0	1,005.0	1,005.0
<b>비유동자산</b>	162,647	165,504	169,237	171,858	174,932
투자자산	7,370	7,992	8,250	8,567	8,885
유형자산	150,882	152,743	156,281	158,695	161,551
무형자산	1,190	1,229	1,106	995	896
기타비유동자산	3,205	3,540	3,600	3,601	3,600
<b>자산총계</b>	181,789	185,249	187,479	190,291	193,768
<b>유동부채</b>	23,424	21,842	21,770	21,776	21,790
매입채무 및 기타채무	6,032	6,521	6,449	6,455	6,469
단기금융부채	9,326	8,039	8,018.6	8,018.6	8,018.6
기타유동부채	8,066	7,282	7,302	7,302	7,302
<b>비유동부채</b>	85,400	92,315	96,315	98,315	100,315
장기금융부채	46,267	53,592	57,299.8	59,299.8	61,299.8
기타비유동부채	39,133	38,723	39,015	39,015	39,015
<b>부채총계</b>	108,824	114,156	118,085	120,091	122,105
<b>지배지분</b>	71,681	69,744	67,934	68,649	69,994
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,079	2,079	2,079	2,079
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄손익누계액	-271	-359	-465	-572	-679
이익잉여금	53,371	51,519	49,816	50,638	52,090
비지배지분	1,283	1,349	1,460	1,552	1,669
<b>자본총계</b>	72,965	71,093	69,394	70,200	71,663

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	11,250	6,680	12,872	14,981	15,845
당기순이익	1,441	-1,174	-1,592	913	1,570
비현금항목의 가감	16,493	13,130	14,988	16,149	16,603
유형자산감가상각비	9,660	9,906	10,788	11,143	11,387
무형자산감가상각비	114	119	123	111	99
지분법평가손익	-110	-378	0	0	0
기타	6,829	3,483	4,077	4,895	5,117
영업활동자산부채증감	-2,684	-3,134	718	-19	-45
매출채권및기타채권의감소	-250	401	59	-14	-32
재고자산의감소	-1,373	-1,772	731	-12	-27
매입채무및기타채무의증가	127	186	-72	6	14
기타	-1,188	-1,949	0	1	0
기타현금흐름	-4,000	-2,142	-1,242	-2,062	-2,283
<b>투자활동 현금흐름</b>	-12,607	-13,014	-14,489	-13,720	-14,406
유형자산의 취득	-12,536	-12,267	-14,326	-13,556	-14,243
유형자산의 처분	86	234	0	0	0
무형자산의 순취득	-143	-111	0	0	0
투자자산의감소(증가)	798	-622	-318	-318	-318
단기금융자산의감소(증가)	713	-147	0	0	0
기타	-1,525	-101	155	154	155
<b>재무활동 현금흐름</b>	746	5,302	3,946	1,946	1,946
차입금의 증가(감소)	2,270	5,972	4,000	2,000	2,000
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,356	-617	0	0	0
기타	-168	-53	-54	-54	-54
기타현금흐름	-70	21	-3,042	-3,042	-3,042
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-682	-1,011	-713	166	343
기초현금 및 현금성자산	3,051	2,370	1,358	645	811
기말현금 및 현금성자산	2,370	1,358	645	811	1,154

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,023	-2,048	-2,653	1,280	2,262
BPS	111,660	108,641	105,822	106,935	109,030
CFPS	27,937	18,623	20,869	26,577	28,307
DPS	790	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	18.9	-16.2	-9.5	19.7	11.2
PER(최고)	24.2	-18.7	-13.6		
PER(최저)	18.3	-11.6	-9.2		
PBR	0.34	0.30	0.24	0.24	0.23
PBR(최고)	0.44	0.35	0.34		
PBR(최저)	0.33	0.22	0.23		
PSR	0.41	0.35	0.27	0.27	0.27
PCFR	1.4	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.2	8.2	7.9	6.1	5.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	35.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	0.8	-0.6	-0.9	0.5	0.8
ROE	1.8	-1.9	-2.5	1.2	2.1
ROIC	2.2	-0.8	-0.3	1.1	1.5
매출채권회전율	7.6	7.7	7.6	7.7	7.7
재고자산회전율	10.4	9.2	8.7	9.2	9.2
부채비율	149.1	160.6	170.2	171.1	170.4
순차입금비율	70.2	81.8	89.7	91.3	91.8
이자보상배율	2.8	-0.1	-0.4	1.0	1.4
<b>총차입금</b>	55,594	61,631	65,318	67,318	69,318
<b>순차입금</b>	51,253	58,154	62,271	64,105	65,762
<b>NOPLAT</b>	14,727	9,817	10,183	13,398	14,508
<b>FCF</b>	-2,185	-6,488	-3,244	-607	-384

Compliance Notice

- 당사는 11월 13일 현재 '한국전력(015760)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

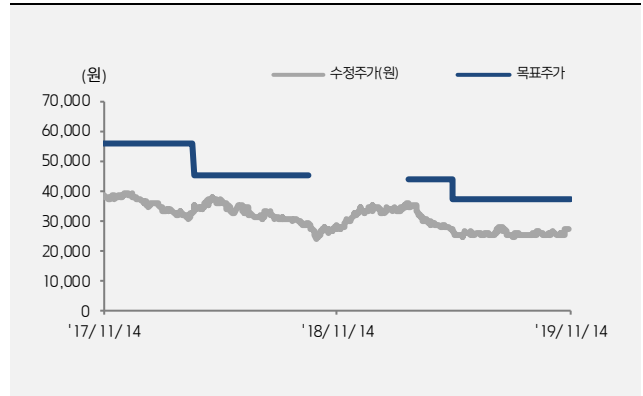
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가대비	최고 추가대비
한국전력 (015760)	2017-11-18	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-32.41	-32.41
	2017-11-20	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-32.10	-29.91
	2018-01-15	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-33.69	-29.91
	2018-02-14	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-36.52	-29.91
담당자변경	2018-04-02	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-26.97	-16.11
	2019-03-05	BUY(Re-initiate)	44,000원	6개월	-30.99	-18.98
	2019-05-15	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-30.07	-24.46
	2019-08-16	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-30.38	-24.46
	2019-11-14	BUY(Maintain)	37,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%