



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원

주가(2/28): 21,300원

시가총액: 136,738억원

철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/28)		1,987.01pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	35,800 원	21,300원
등락률	-23.9%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-17.9%	-10.1%
6M	-16.0%	-17.9%
1Y	-38.9%	-32.5%

Company Data

발행주식수	641,964 천주
일평균 거래량(3M)	1,657천주
외국인 지분율	23.7%
배당수익률(19E)	0.0%
BPS(19E)	104,882원
주요 주주	한국산업은행 외 2 인
	51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	59,815	60,628	59,093	58,707
영업이익	4,953	-208	-1,357	881
EBITDA	14,727	9,817	9,554	12,084
세전이익	3,614	-2,001	-3,233	-237
순이익	1,441	-1,174	-2,224	-190
지배주주지분순이익	1,299	-1,315	-2,306	-199
EPS(원)	2,023	-2,048	-3,593	-311
증감률(%YoY)	-81.6	적전	적지	적지
PER(배)	18.9	-16.2	-7.7	-77.5
PBR(배)	0.34	0.30	0.27	0.23
EV/EBITDA(배)	5.2	8.2	8.5	6.8
영업이익률(%)	8.3	-0.3	-2.3	1.5
ROE(%)	1.8	-1.9	-3.4	-0.3
순부채비율(%)	70.2	81.8	90.7	96.1

Price Trend



4Q19 실적리뷰

한국전력 (015760)

전기요금 인상이 절박한 시점



4분기 영업이익은 -1.67조원 적자를 기록해 키움증권 추정치 -1.04조원과 컨센서스 -0.76조원보다 부진했습니다. 유가/석탄가격 하락에도 1) 낮은 기저발전 이용률, 2) 전력소비 감소, 3) 탄소배출권 등 기타비용 증가로 전기요금 인상이 없다면 의미 있는 실적개선이 어려워지고 있는 상황입니다. 올해 총선을 지나 상반기 완료될 예정인 전기요금체계 개편이후 하반기 전기요금 인상여부를 주목해야 합니다.

>>> 4Q19 실적은 2Q12이후 최악의 부진으로 예상치 하회

4Q 영업이익은 -1.67조원 적자(3Q19 1.24조원, 4Q18 -0.80조원)로 2Q12 -2.13조원 적자이후 분기기준 최악의 부진을 기록하며 키움증권 추정치 -1.04조원과 컨센서스 -0.76조원을 하회했다. 1) 산업용을 중심으로 전력판매가 부진해 전기판매수익이 -2.1%YoY 감소했고, 2) 계획예방정비 집중으로 원전이용률이 59.6% (-13.2%p YoY, -5.6%p QoQ)로 떨어지며 1Q18 54.9% 이후 최저치를 기록했으며, 3) 인건비, 온실가스배출비용, 원전사후처리비용 등 기타비용이 전년대비 1.23조원 (+49%YoY) 증가했기 때문이다. 영업이익 부진에 따라 4Q 당기순이익은 -1.29조원(3Q19 0.24조원, 4Q18 -0.74조원)으로 법인세를 상승에 따라 일회성 법인세 비용증가가 있었던 4Q17 -1.35조원이후 최악의 부진을 기록했다.

>>> 전기요금 인상이 절박한 시점

2019년 연간 영업이익은 -1.36조원, 지배주주순이익은 -2.31조원으로 2년 연속 적자를 기록하며 2008년 영업이익 -2.80조원, 지배주주순이익 -2.96조원이후 최악의 부진을 기록했다.

최근 한수원은 2018년 5/11 시작된 한빛 3호기의 계획예방정비 종료를 올해 2/25에서 5/31로, 2017년 5/18 시작된 한빛 4호기도 올해 2/29에서 9/30로 정비기간을 연장한다고 발표해 원전이용률 회복이 계속해서 지연되고 있다. 유가 및 석탄가격 하락에 따라 작년보다 회복속도가 더딘 원전이용률과 미세먼지 저감을 위한 석탄발전제한, 2) 산업활동 부진 및 덜쭎고 덜더운 날씨에 따른 전력소비량 감소, 3) 탄소배출권, 원전사후처리 비용 등 기타비용증가로 전기요금 인상이 없다면 동사의 의미 있는 실적개선을 기대하기가 점점 더 어려워지고 있는 상황이다. 이를 반영해 2020년 영업이익 전망치를 기존 2.1조원에서 0.9조원으로 하향하고 목표주가를 26,000원으로 30% 하향한다. 목표주가는 12mf PBR 0.25X를 적용했다.

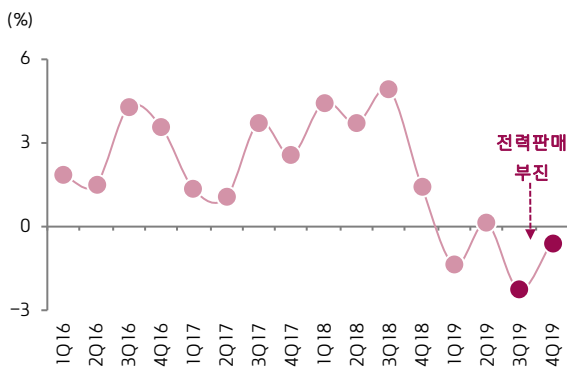
단, 최근 주가 급락으로 현 주가가 12mf PBR 0.20X에 불과해 추가하락 가능성이 제한적이고 속도는 더디지만 2020년 실적이 개선되는 점을 감안해 투자 의견 Buy를 유지한다. 올해 총선을 지나 상반기 완료될 예정인 전기요금체계 개편이후 하반기 전기요금 인상여부를 주목해 보자.

한국전력 4Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	4Q19	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q19	%QoQ	4Q18	%YoY
매출액	14,861	15,125	-1.7	14,910	-0.3	15,912	-6.6	15,175	-2.1
영업이익	-1,667	-1,039	적자확대	-756	적자확대	1,239	적자전환	-788	적자확대
영업이익률(%)	-11.2	-6.9		-5.1		7.8		-5.2	
세전이익	-1,994	-876	적자확대	-1,115	적자확대	307	적자전환	-1,147	적자확대
순이익	-1,292	-659	적자확대	-918	적자확대	241	적자전환	-743	적자확대
지배주주순이익	-1,294	-690	적자확대	-704	적자확대	223	적자전환	-797	적자확대
두바이유(USD)	62	60	4.0			61	2.2	67	-6.7
석탄-뉴캐슬(USD)	67	64	5.2			68	-1.0	103	-34.5
원달러환율	1,176	1,170	0.5			1,193	-1.5	1,128	4.3

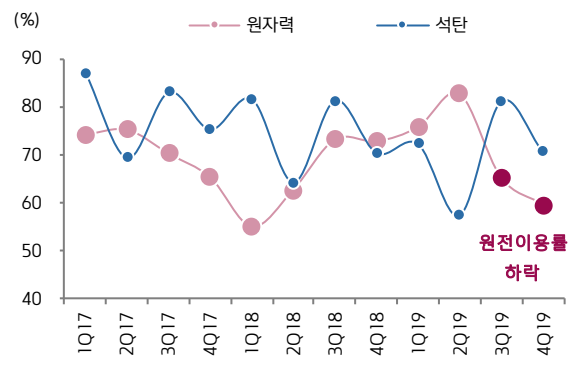
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



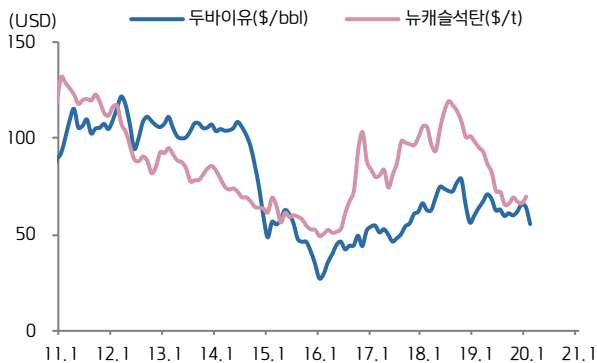
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이 및 전망



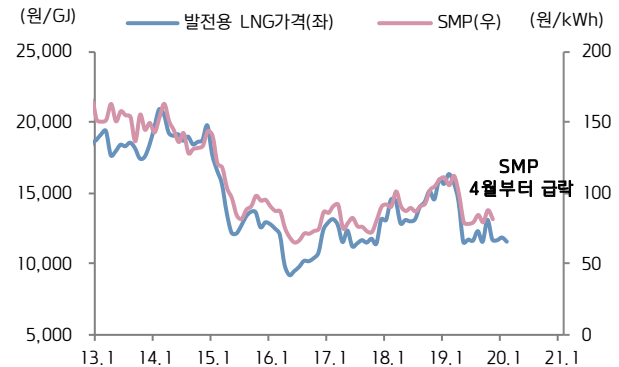
자료: 한국전력, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

발전용 LNG가격과 SMP



자료: 한국가스공사, 전력거래소, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	15,248	13,071	15,912	14,861	14,859	12,720	16,117	15,010
영업이익	-630	-299	1,239	-1,667	75	-499	2,189	-883
영업이익률(%)	-4.1	-2.3	7.8	-11.2	0.5	-3.9	13.6	-5.9
세전이익	-796	-750	307	-1,994	-200	-778	1,941	-1,201
순이익	-761	-412	241	-1,292	-188	-766	1,953	-1,189
지배주주순이익	-788	-448	223	-1,294	-197	-804	2,051	-1,249
두바이유(USD)	64	67	61	62	60	60	65	65
석탄-뉴캐슬(USD)	96	81	68	67	65	65	70	70
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,200	1,175	1,150	1,150

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E	2022E
매출액	60,190	59,815	60,628	59,093	58,707	59,855	61,546
영업이익	12,002	4,953	-208	-1,357	881	2,108	3,344
영업이익률	19.9	8.3	-0.3	-2.3	1.5	3.5	5.4
세전이익	10,513	3,614	-2,001	-3,233	-237	872	2,023
순이익	7,148	1,441	-1,174	-2,224	-190	698	1,619
지배순이익	7,049	1,299	-1,315	-2,306	-199	684	1,586
EPS(지배주주)	10,980	2,023	-2,048	-3,593	-311	1,065	2,471
BPS(지배주주)	111,725	111,660	108,641	104,882	104,405	105,304	107,608
ROE(지배주주)	10.2	1.8	-1.9	-3.4	-0.3	1.0	2.3
두바이유(USD)	41	53	69	64	63	65	65
석탄-뉴캐슬(USD)	66	88	107	78	68	65	65
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,169	1,150	1,150

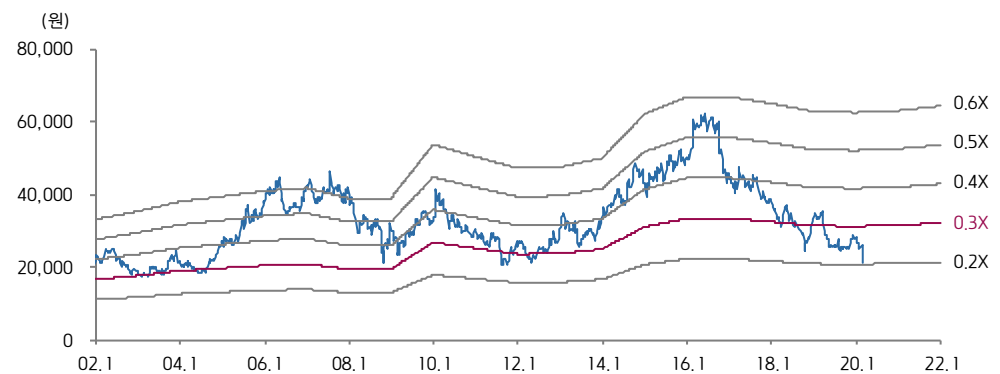
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	59,357	59,463	59,093	58,707	-0.4	-1.3
영업이익	-728	2,144	-1,357	881	적자확대	-58.9
영업이익률	-1.2	3.6	-2.3	1.5		
세전이익	-2,116	1,141	-3,233	-237	적자확대	적자지속
순이익	-1,592	913	-2,224	-190	적자확대	적자지속
지배순이익	-1,703	821	-2,306	-199	적자확대	적자지속
EPS(지배주주)	-2,653	1,280	-3,593	-311	N/A	N/A
BPS(지배주주)	105,822	106,935	104,882	104,405	-0.9	-2.4
ROE(지배주주)	-2.5	1.2	-3.4	-0.3		
두바이유(USD)	63	60	64	63	1.0	4.2
석탄-뉴캐슬(USD)	75	64	78	68	4.2	5.5
원달러환율	1,164	1,170	1,165	1,169	0.1	-0.1

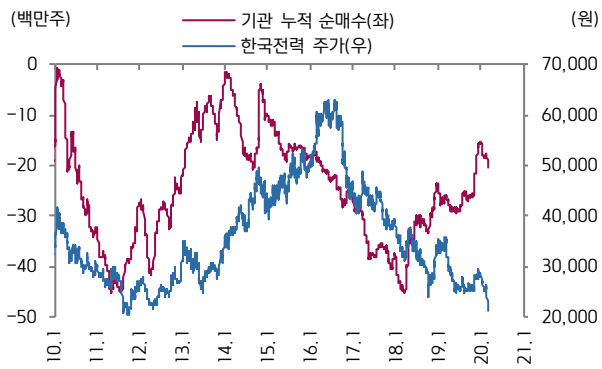
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



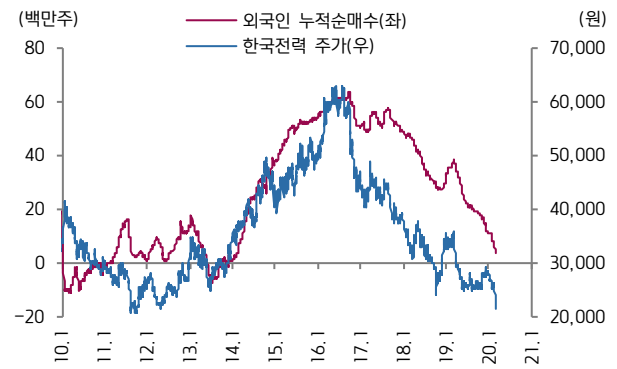
자료: 한국전력, 키움증권

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
매출액	59,815	60,628	59,093	58,707	59,855
매출원가	52,099	58,208	57,763	55,005	54,786
매출총이익	7,716	2,420	1,330	3,702	5,070
판매비	2,763	2,628	2,687	2,821	2,962
영업이익	4,953	-208	-1,357	881	2,108
EBITDA	14,727	9,817	9,554	12,084	13,603
영업외손익	-1,339	-1,793	-1,877	-1,118	-1,235
이자수익	206	224	207	227	236
이자비용	1,790	1,868	2,047	2,173	2,298
외환관련이익	1,380	233	196	0	0
외환관련손실	305	589	609	0	0
종속 및 관계기업손익	-108	358	358	358	358
기타	-722	-151	18	470	469
법인세차감전이익	3,614	-2,001	-3,233	-237	872
법인세비용	2,173	-826	-1,009	-47	174
계속사업순손익	1,441	-1,174	-2,224	-190	698
당기순이익	1,441	-1,174	-2,224	-190	698
지배주주순이익	1,299	-1,315	-2,306	-199	684
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-0.6	1.4	-2.5	-0.7	2.0
영업이익 증감률	-58.7	-104.2	552.4	-164.9	139.3
EBITDA 증감률	-29.7	-33.3	-2.7	26.5	12.6
지배주주순이익 증감률	-81.6	-201.2	75.4	-91.4	-443.7
EPS 증감률	-81.6	적전	적지	적지	흑전
매출총이익율(%)	12.9	4.0	2.3	6.3	8.5
영업이익률(%)	8.3	-0.3	-2.3	1.5	3.5
EBITDA Margin(%)	24.6	16.2	16.2	20.6	22.7
지배주주순이익률(%)	2.2	-2.2	-3.9	-0.3	1.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,142	19,745	18,111	18,565	19,273
현금 및 현금성자산	2,370	1,358	577	1,123	1,557
단기금융자산	1,971	2,118	2,402	2,402	2,402
매출채권 및 기타채권	8,006	7,792	7,699	7,648	7,798
재고자산	6,002	7,188	6,428	6,386	6,511
기타유동자산	2,764	3,407	1,005.0	1,006.0	1,005.0
비유동자산	162,647	165,504	168,720	171,948	175,895
투자자산	7,370	7,992	8,250	8,567	8,885
유형자산	150,882	152,743	155,764	158,785	162,514
무형자산	1,190	1,229	1,106	995	896
기타비유동자산	3,205	3,540	3,600	3,601	3,600
자산총계	181,789	185,249	186,831	190,513	195,168
유동부채	23,424	21,842	21,755	21,733	21,798
매입채무 및 기타채무	6,032	6,521	6,434	6,413	6,477
단기금융부채	9,326	8,039	8,018.6	8,018.6	8,018.6
기타유동부채	8,066	7,282	7,302	7,301	7,302
비유동부채	85,400	92,315	96,315	100,315	104,315
장기금융부채	46,267	53,592	57,299.8	61,299.8	65,299.8
기타비유동부채	39,133	38,723	39,015	39,015	39,015
부채총계	108,824	114,156	118,070	122,048	126,113
지배지분	71,681	69,744	67,331	67,024	67,601
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	49,213	49,013	49,697
비지배지분	1,283	1,349	1,431	1,440	1,454
자본총계	72,965	71,093	68,761	68,465	69,055

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	11,250	6,680	12,287	13,918	14,817
당기순이익	1,441	-1,174	-2,224	-190	698
비현금항목의 가감	16,493	13,130	14,565	15,924	16,555
유형자산감가상각비	9,660	9,906	10,788	11,092	11,396
무형자산감가상각비	114	119	123	111	99
지분법평가손익	-110	-378	0	0	0
기타	6,829	3,483	3,654	4,721	5,060
영업활동자산부채증감	-2,684	-3,134	767	71	-210
매출채권및기타채권의감소	-250	401	93	50	-150
재고자산의감소	-1,373	-1,772	760	42	-125
매입채무및기타채무의증가	127	186	-86	-22	65
기타	-1,188	-1,949	0	1	0
기타현금흐름	-4,000	-2,142	-821	-1,887	-2,226
투자활동 현금흐름	-12,607	-13,014	-13,972	-14,276	-15,288
유형자산의 취득	-12,536	-12,267	-13,809	-14,113	-15,125
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	155	155
재무활동 현금흐름	746	5,302	3,946	3,946	3,946
차입금의 증가(감소)	2,270	5,972	4,000	4,000	4,000
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
현금 및 현금성자산의 순증가	-682	-1,011	-781	546	433
기초현금 및 현금성자산	3,051	2,370	1,358	577	1,123
기말현금 및 현금성자산	2,370	1,358	577	1,123	1,557

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	2,023	-2,048	-3,593	-311	1,065
BPS	111,660	108,641	104,882	104,405	105,304
CFPS	27,937	18,623	19,223	24,509	26,875
DPS	790	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	18.9	-16.2	-7.7	-77.5	22.6
PER(최고)	24.2	-18.7	-10.0		
PER(최저)	18.3	-11.6	-6.8		
PBR	0.34	0.30	0.27	0.23	0.23
PBR(최고)	0.44	0.35	0.34		
PBR(최저)	0.33	0.22	0.23		
PSR	0.41	0.35	0.30	0.26	0.26
PCFR	1.4	1.8	1.4	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.2	8.2	8.5	6.8	6.3
주요비율(%)					
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	-1.2	-0.1	0.4
ROE	1.8	-1.9	-3.4	-0.3	1.0
ROIC	2.2	-0.8	-0.6	0.4	1.0
매출채권회전율	7.6	7.7	7.6	7.7	7.8
재고자산회전율	10.4	9.2	8.7	9.2	9.3
부채비율	149.1	160.6	171.7	178.3	182.6
순차입금비용	70.2	81.8	90.7	96.1	100.4
이자보상배율	2.8	-0.1	-0.7	0.4	0.9
총차입금	55,594	61,631	65,318	69,318	73,318
순차입금	51,253	58,154	62,339	65,793	69,360
NOPLAT	14,727	9,817	9,554	12,084	13,603
FCF	-2,185	-6,488	-3,065	-2,135	-2,154

Compliance Notice

- 당사는 3월 1일 현재 '한국전력(015760)' 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.

고지사항

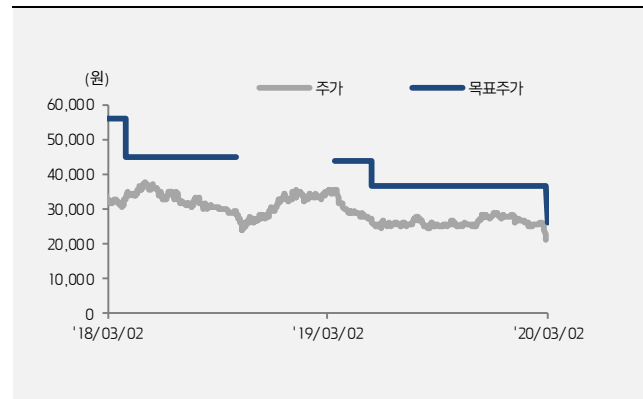
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력 (015760)	2018-02-14	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-41.82	-39.64
	2018-04-02	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-26.97	-16.11
담당자변경	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	-30.34	-23.92
	2019-11-14	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-27.06	-20.95
	2020-03-02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%