



BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원
주가(8/14): 21,950원
시가총액: 140,911억원

철강금속/유틸리티

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

Stock Data

KOSPI (8/14)		2,407.49pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,250 원	16,250원
등락률	-25.0%	35.1%
수익률	절대	상대
1M	10.6%	0.3%
6M	-14.3%	-20.1%
1Y	-12.5%	-29.6%

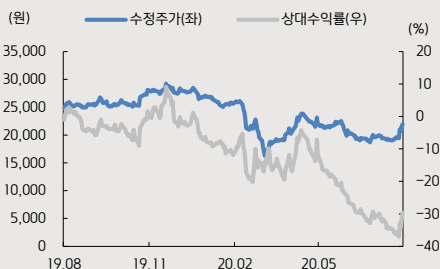
Company Data

발행주식수	641,964 전주
일평균 거래량(3M)	3,394전주
외국인 지분율	17.9%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	107,244원
주요 주주	한국산업은행 외 2 인 51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	60,628	59,173	58,943	60,709
영업이익	-208	-1,277	3,755	3,664
EBITDA	9,817	9,852	16,063	16,160
세전이익	-2,001	-3,266	1,798	2,186
순이익	-1,174	-2,264	1,349	1,640
지배주주지분순이익	-1,315	-2,346	1,215	1,477
EPS(원)	-2,048	-3,654	1,893	2,302
증감률(%YoY)	적전	적지	흑전	21.6
PER(배)	-16.2	-7.6	11.6	9.5
PBR(배)	0.30	0.26	0.20	0.20
EV/EBITDA(배)	8.2	9.0	5.3	5.3
영업이익률(%)	-0.3	-2.2	6.4	6.0
ROE(%)	-1.9	-3.4	1.8	2.1
순부채비율(%)	81.8	100.9	99.6	97.8

Price Trend



한국전력 (015760)

이제 실적걱정은 그만



2분기 영업이익은 3,989억원으로 2분기 기준으로 3년만에 흑자전환에 성공하며 키움증권 추정치 -520억원과 컨센서스 -1,080억원을 크게 상회했습니다. 한편 3월부터 급락한 유가는 8월부터 본격적으로 반영이 시작되며 3분기 영업이익은 3.02조원으로 4년래 최고치로 개선이 기대됩니다. 전기요금체제 개편논의는 하반기로 미뤄졌지만 실적호조와 PBR 0.2X의 valuation 매력을 감안해 매수의견을 유지합니다.

>>> 2Q20 실적은 3년만에 2분기 기준 흑자전환 서프라이즈

2Q20 영업이익은 3,989억원(-10%QoQ)으로 2분기 실적기준으로 3년만에 흑자전환에 성공하며 키움증권 추정치 -520억원과 컨센서스 -1,080억원을 크게 상회하는 서프라이즈를 기록했다.

1코로나19 영향으로 산업용을 중심으로 전력판매량은 -4.2%YoY 감소해 4개 분기 연속 부진했지만 1) 상대적으로 단가가 높은 주택용 전력판매가 증가하면서 평균 판매단가가 +2.2%YoY 상승해 매출액이 예상보다 견조했다. 또한 2) 석탄가격 하락으로 연료비 감소가 지속되었고(약 5,000억원, -13%YoY), 3) 원전이용률이 81.3%(+7.5%p QoQ)로 2Q19 82.8% 이후 최대치를 기록함과 동시에 SMP(계통한계가격, 한전이 전력을 구매하는 가격) 하락으로 외부전력 구입비가 4,600억원, -12%YoY 감소했으며, 3) 비정규직 관련 비용을 중심으로 지급수수가 약 1,200억원, -48% YoY 감소했기 때문이다. 전기요금 인상 없이도 연료비하락과 외부전력 구입비 하락을 중심으로 이익 체력이 예상보다 빠르게 개선되고 있음이 긍정적이다.

>>> 상반기 실적은 맞보기, 3분기는 4년래 최고 실적 기대

유가하락이 SMP 하락으로 반영되는 시차는 5~7개월로 3월부터 급락한 유가는 8월부터 한국전력의 실적개선으로 본격적인 반영이 예상된다. 한국전력의 유가 민감도는 배럴당 \$1 하락시 연간 영업이익이 약 1,100억원 개선되는 것으로 추정되며 연중 최대 전력 성수기인 3Q20 영업이익은 3.02조원(+144% YoY)으로 3Q16 4.42조원이후 4년래 최고치가 기대된다. 2Q20 실적과 최근 원재료가격을 반영해 2020E 영업이익 전망치는 3.76조원으로 20% 상향하고 2021E 영업이익 전망치는 3.66조원으로 -6% 하향한다.

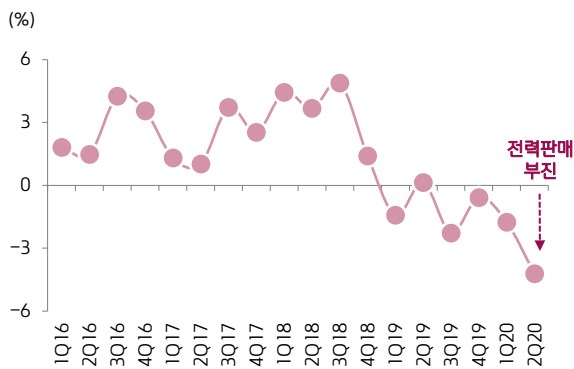
한편, 당초 6월말까지 완료될 예정이었던 전기요금체제 개편안 검토는 코로나 19로 인해 하반기로 연기되어 전기요금 인상에 대한 기대감은 단기적으로 약화되었지만 어쨌든 연말까지는 검토가 완료될 전망이고 낮은 석탄가격과 유가로 연간 3조원 이상의 영업이익이 가시권에 있다는 점을 고려하면 12mf PBR 0.2X에 불과한 현주가는 충분히 저평가된 상황으로 판단한다. 투자의견 Buy와 목표주가 32,000원(12mf PBR 0.3X)을 유지한다.

한국전력 2Q20 잠정실적

(단위: 십억원)	2Q20P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q20	%QoQ	2Q19	%YoY
매출액	13,073	12,525	4.4	12,816	2.0	15,093	-13.4	13,071	0.0
영업이익	390	-52	흑전	-108	흑전	431	-9.5	-299	흑전
영업이익률(%)	3.0	-0.4		-0.8		2.9		-2.3	
세전이익	218	-476	흑전	-513	흑전	145	50.2	-750	흑전
순이익	203	-377	흑전	-556	흑전	54	278.4	-412	흑전
지배주주순이익	166	-374	흑전	-355	흑전	23	623.3	-448	흑전
두바이유(USD)	30	25	21.3			52	-41.4	67	-55.0
석탄-뉴캐슬(USD)	54	55	-1.0			68	-19.9	81	-32.8
원달러환율	1,221	1,200	1.7			1,194	2.3	1,166	4.7

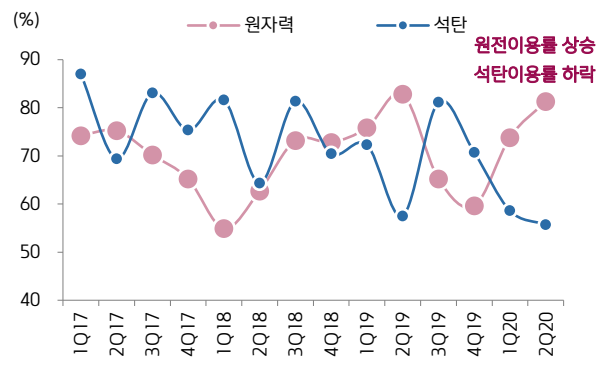
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



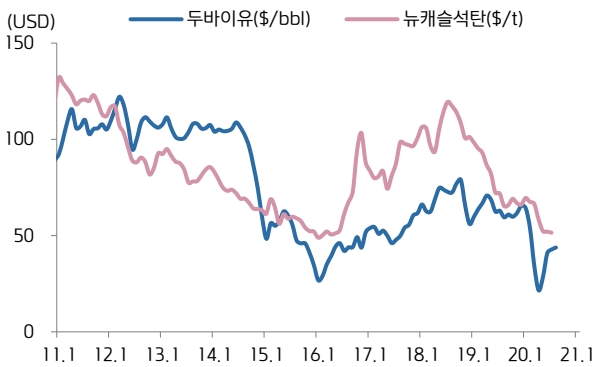
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이 및 전망



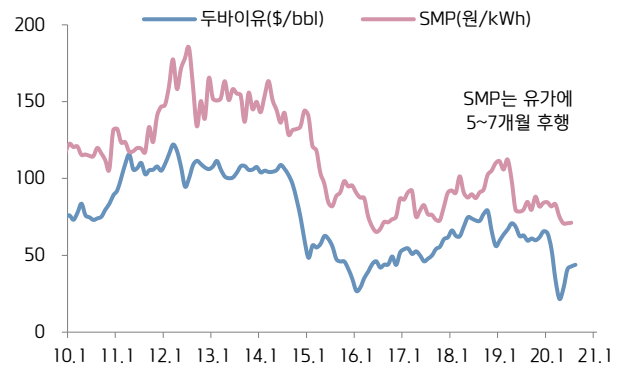
자료: 한국전력, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 SMP



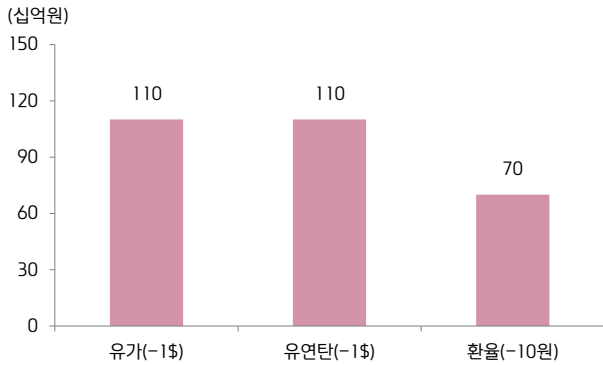
자료: 한국가스공사, 전력거래소, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출액	15,248	13,071	15,912	14,941	15,093	13,073	15,647	15,130
영업이익	-630	-299	1,239	-1,587	431	390	3,019	-85
영업이익률(%)	-4.1	-2.3	7.8	-10.6	2.9	3.0	19.3	-0.6
세전이익	-796	-750	307	-2,027	145	218	2,433	-998
순이익	-761	-412	241	-1,331	54	203	1,894	-802
지배주주순이익	-788	-448	223	-1,333	23	166	1,859	-833
두바이유(USD)	64	67	61	62	52	30	45	45
석탄-뉴캐슬(USD)	96	81	68	67	68	54	52	55
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,221	1,190	1,190

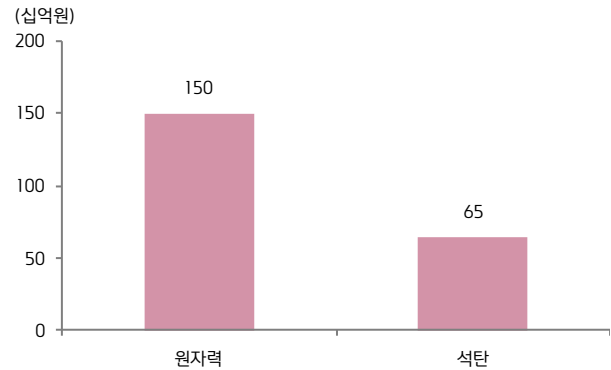
자료: 한국전력, 키움증권

주요변수에 따른 한국전력 영업이익 민감도



자료: 키움증권 추정

기저발전 이용률 1%에 따른 한국전력 영업이익 민감도



자료: 키움증권 추정

한국전력 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	60,190	59,815	60,628	59,173	58,943	60,709	62,714
영업이익	12,002	4,953	-208	-1,277	3,755	3,664	3,158
영업이익률	19.9	8.3	-0.3	-2.2	6.4	6.0	5.0
세전이익	10,513	3,614	-2,001	-3,266	1,798	2,186	1,651
순이익	7,148	1,441	-1,174	-2,264	1,349	1,640	1,239
지배순이익	7,049	1,299	-1,315	-2,346	1,215	1,477	1,116
EPS(지배주주)	10,980	2,023	-2,048	-3,654	1,893	2,302	1,738
BPS(지배주주)	111,725	111,660	108,641	105,140	107,244	109,756	111,705
ROE(지배주주)	10.2	1.8	-1.9	-3.4	1.8	2.1	1.6
두바이유(USD)	41	53	69	64	43	45	45
석탄-뉴캐슬(USD)	66	88	107	78	57	55	55
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,199	1,190	1,190

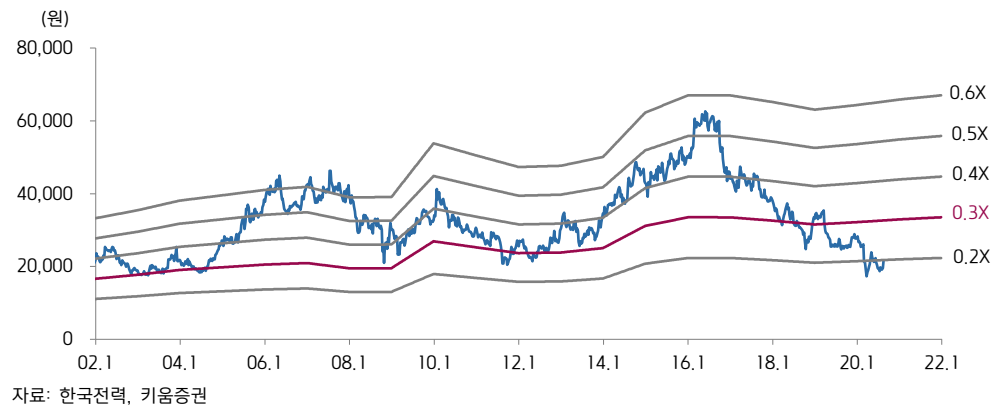
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

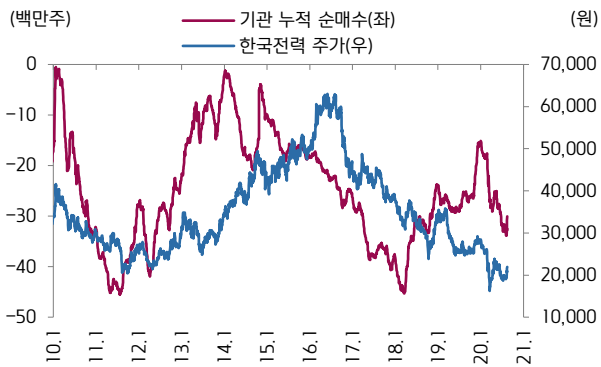
(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	58,254	59,853	58,943	60,709	1.2	1.4
영업이익	3,143	3,907	3,755	3,664	19.5	-6.2
영업이익률	5.4	6.5	6.4	6.0		
세전이익	1,590	2,304	1,798	2,186	13.1	-5.1
순이익	1,192	1,728	1,349	1,640	13.1	-5.1
지배순이익	1,133	1,659	1,215	1,477	7.3	-10.9
EPS(지배주주)	1,765	2,584	1,893	2,302	7.3	-10.9
BPS(지배주주)	107,116	109,910	107,244	109,756	0.1	-0.1
ROE(지배주주)	1.7	2.4	1.8	2.1		
두바이유(USD)	35	40	43	45	21.4	12.5
석탄-뉴캐슬(USD)	59	60	57	55	-3.6	-8.3
원달러환율	1,198	1,200	1,199	1,190	0.0	-0.8

자료: 한국전력, 키움증권

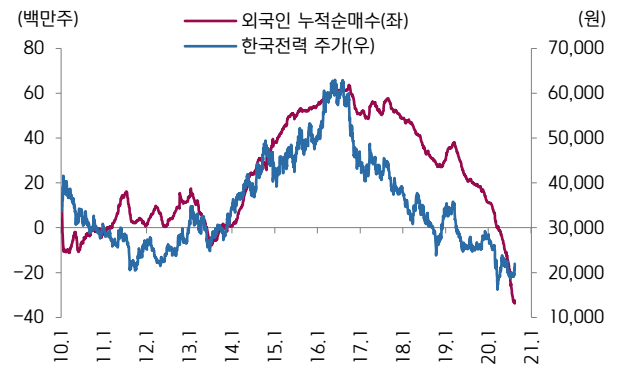
한국전력 12mf PBR 밴드



한국전력 기관 순매수 추이



한국전력 외국인 순매수 추이



포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
매출액	60,628	59,173	58,943	60,709	62,714
매출원가	58,208	57,780	52,540	54,265	56,637
매출총이익	2,420	1,393	6,403	6,444	6,078
판매비	2,628	2,670	2,648	2,781	2,920
영업이익	-208	-1,277	3,755	3,664	3,158
EBITDA	9,817	9,852	16,063	16,160	15,830
영업외손익	-1,793	-1,989	-1,957	-1,477	-1,507
이자수익	224	268	261	284	296
이자비용	1,868	2,047	2,061	2,089	2,131
외환관련이익	233	267	358	0	0
외환관련손실	589	673	843	0	0
종속 및 관계기업손익	358	214	214	214	214
기타	-151	-18	114	114	114
법인세차감전이익	-2,001	-3,266	1,798	2,186	1,651
법인세비용	-826	-1,002	450	547	413
계속사업순이익	-1,174	-2,264	1,349	1,640	1,239
당기순이익	-1,174	-2,264	1,349	1,640	1,239
지배주주순이익	-1,315	-2,346	1,215	1,477	1,116
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.4	-2.4	-0.4	3.0	3.3
영업이익 증감율	-104.2	513.9	-394.0	-2.4	-13.8
EBITDA 증감율	-33.3	0.4	63.0	0.6	-2.0
지배주주순이익 증감율	-201.3	78.4	-151.8	21.6	-24.4
EPS 증감율	적전	적지	흑전	21.6	-24.5
매출총이익율(%)	4.0	2.4	10.9	10.6	9.7
영업이익률(%)	-0.3	-2.2	6.4	6.0	5.0
EBITDA Margin(%)	16.2	16.6	27.3	26.6	25.2
지배주주순이익률(%)	-2.2	-4.0	2.1	2.4	1.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
유동자산	19,745	19,483	19,443	20,418	21,203
현금 및 현금성자산	1,358	1,810	1,725	2,258	2,542
단기금융자산	2,402	1,619	1,619	1,619	1,619
매출채권 및 기타채권	7,709	7,642	7,646	7,875	8,135
재고자산	7,188	7,051	7,092	7,304	7,546
기타유동자산	1,088.0	1,361.0	1,361.0	1,362.0	1,361.0
비유동자산	165,504	178,115	180,127	182,013	184,198
투자자산	7,932	8,195	8,303	8,411	8,518
유형자산	152,743	164,702	166,644	168,454	170,559
무형자산	1,229	1,168	1,131	1,099	1,071
기타비유동자산	3,600	4,050	4,049	4,049	4,050
자산총계	185,249	197,598	199,570	202,431	205,401
유동부채	21,842	24,232	24,221	24,306	24,403
매입채무 및 기타채무	6,521	6,175	6,164	6,249	6,346
단기금융부채	8,018.6	9,493.2	9,493.2	9,493.2	9,493.2
기타유동부채	7,302	8,564	8,564	8,564	8,564
비유동부채	92,315	104,476	104,976	105,976	107,476
장기금융부채	53,299.8	63,453.5	63,953.5	64,953.5	66,453.5
기타비유동부채	39,015	41,023	41,023	41,023	41,023
부채총계	114,156	128,708	129,197	130,282	131,879
지배지분	69,744	67,496	68,847	70,459	71,710
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,070	2,070	2,070	2,070
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄손익누계액	-359	-281	-146	-10	125
이익잉여금	51,519	49,202	50,417	51,895	53,011
비지배지분	1,349	1,393	1,527	1,689	1,812
자본총계	71,093	68,890	70,373	72,148	73,522

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
영업활동 현금흐름	6,680	8,213	15,794	15,974	15,700
당기순이익	-1,174	-2,264	1,349	1,640	1,239
비현금항목의 가감	13,130	15,769	16,727	17,018	17,089
유형자산감가상각비	9,906	10,972	12,171	12,364	12,544
무형자산감가상각비	119	157	137	132	128
지분법평가손익	-378	-260	0	0	0
기타	3,483	4,900	4,419	4,522	4,417
영업활동자산부채증감	-3,134	-3,193	-56	-356	-404
매출채권및기타채권의감소	401	159	-4	-229	-260
재고자산의감소	-1,772	-980	-41	-212	-241
매입채무및기타채무의증가	186	-354	-11	85	97
기타	-1,949	-2,018	0	0	0
기타현금흐름	-2,142	-2,099	-2,226	-2,328	-2,224
투자활동 현금흐름	-13,014	-13,499	-14,641	-14,702	-15,177
유형자산의 취득	-12,267	-14,000	-14,113	-14,174	-14,649
유형자산의 처분	234	523	0	0	0
무형자산의 순취득	-111	-222	-100	-100	-100
투자자산의감소(증가)	-582	-263	-108	-108	-108
단기금융자산의감소(증가)	-444	783	0	0	0
기타	156	-320	-320	-320	-320
재무활동 현금흐름	5,302	5,775	46	546	1,046
차입금의 증가(감소)	5,972	6,342	500	1,000	1,500
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-617	-113	0	0	0
기타	-53	-454	-454	-454	-454
기타현금흐름	21	-38	-1,285	-1,285	-1,285
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,011	452	-85	533	284
기초현금 및 현금성자산	2,370	1,358	1,810	1,725	2,258
기말현금 및 현금성자산	1,358	1,810	1,725	2,258	2,542

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-2,048	-3,654	1,893	2,302	1,738
BPS	108,641	105,140	107,244	109,756	111,705
CFPS	18,623	21,038	28,156	29,063	28,550
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-16.2	-7.6	11.6	9.5	12.6
PER(최고)	-18.7	-9.9	15.2		
PER(최저)	-11.6	-6.7	8.2		
PBR	0.30	0.26	0.20	0.20	0.20
PBR(최고)	0.35	0.34	0.27		
PBR(최저)	0.22	0.23	0.14		
PSR	0.35	0.30	0.24	0.23	0.22
PCFR	1.8	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.3	5.3	5.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-0.6	-1.2	0.7	0.8	0.6
ROE	-1.9	-3.4	1.8	2.1	1.6
ROIC	-0.8	-1.3	1.7	1.6	1.4
매출채권회전율	7.7	7.7	7.7	7.8	7.8
재고자산회전율	9.2	8.3	8.3	8.4	8.4
부채비율	160.6	186.8	183.6	180.6	179.4
순차입금비율	81.0	100.9	99.6	97.8	97.6
이자보상배율	-0.1	-0.6	1.8	1.8	1.5
총차입금	61,318	72,947	73,447	74,447	75,947
순차입금	57,558	69,518	70,103	70,570	71,786
NOPLAT	9,817	9,852	16,063	16,160	15,830
FCF	-6,488	-7,905	855	614	-113

Compliance Notice

- 당사는 8월 17일 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

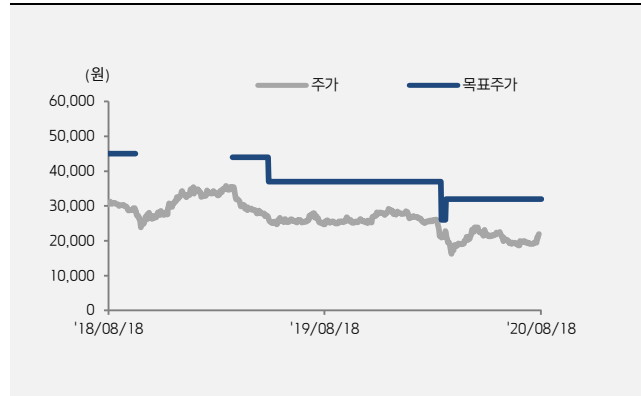
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력 (015760)	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	-27.34	-20.95
	2020-03-02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-18.30	-16.73
	2020-03-09	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-35.45	-25.47
	2020-05-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-36.09	-25.47
	2020-08-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 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 (2019/07/01~2020/6/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%