



BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원
주가(11/12): 20,950원
시가총액: 134,491억원

철강금속/유틸리티

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

Stock Data

KOSPI (11/12)		2,475.62pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,250 원	16,250원
등락률	-28.4%	28.9%
수익률	절대	상대
1M	-0.7%	-3.6%
6M	-2.3%	-24.2%
1Y	-23.5%	-33.9%

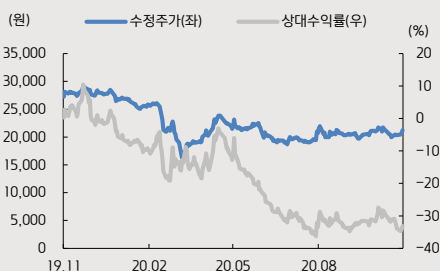
Company Data

발행주식수	641,964 천주
일평균 거래량(3M)	3,430천주
외국인 지분율	17.1%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	105,986원
주요 주주	한국산업은행 외 2 인 51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	60,628	59,173	59,069	61,092
영업이익	-208	-1,277	2,330	2,035
EBITDA	9,817	9,852	14,638	14,531
세전이익	-2,001	-3,266	696	574
순이익	-1,174	-2,264	522	431
지배주주지분순이익	-1,315	-2,346	408	328
EPS(원)	-2,048	-3,654	635	511
증감률(%YoY)	적전	적지	흑전	-19.6
PER(배)	-16.2	-7.6	33.0	41.0
PBR(배)	0.30	0.26	0.20	0.20
EV/EBITDA(배)	8.2	9.0	5.9	6.0
영업이익률(%)	-0.3	-2.2	3.9	3.3
ROE(%)	-1.9	-3.4	0.6	0.5
순부채비율(%)	81.8	100.9	102.0	103.1

Price Trend



한국전력 (015760)

3년래 최고실적



3분기 영업이익은 2,330억원으로 3년래 최고치를 기록했습니다. 석탄가격과 유가하락이 본격 반영되면서 전년 대비 1조원 이상의 비용 감소가 수익성 개선을 견인했습니다. 하지만 올해 5월부터는 유가가 반등했고 석탄가격도 9월부터 상승반전해 내년 1Q부터는 다시 수익성 둔화 우려가 존재합니다. 유가 등 외부 변수에 의한 실적 변동성을 축소시키고 구조적인 이익체력을 갖추기 위해서는 연료비 연동제 도입이 필요합니다.

>>> 3Q20 실적은 3년래 최고치였으나 예상치는 하회

3Q20 영업이익은 2,330억원(+498%QoQ, +88%YoY)으로 3,989억원(-10%QoQ)으로 3Q17 2,770억원 이후 최고치를 기록했다. 코로나19로 인한 산업활동 위축으로 전력판매량은 -1.8%YoY 감소해 5개분기 연속 감소세가 지속되었지만, 1) 석탄가격/유가 하락으로 연료비가 전년 대비 9,000억원 이상 감소했고, 2) 전력구입단가(SMP)도 8월부터 급락해 구입전력비가 전년 대비 4,000억원 이상 감소하는 등 1조원 이상의 비용 감소가 실적 개선을 이끌었다.

단, 키움증권 추정치 3.02조원과 컨센서스 2.52조원에는 미치지 못했는데 장마와 폭우 등으로 인한 비정기 보수로 원전 이용률이 66.4%(2Q 81.3%)에 그쳐 당초 예상치 75%보다 부진했고, 석탄발전 이용률도 70.5%로 전년 동기 81.2%보다 하락하는 등 기저발전 이용률이 예상보다는 부진했기 때문이다.

>>> 연료비 연동제 도입으로 요금 불확실성 해소가 필요

유가하락이 SMP 하락으로 반영되는 시차는 5~7개월로 올해 코로나19로 인해 연초부터 4월까지 급락한 유가는 3Q~4Q 실적에 집중적으로 반영되지만 5월부터는 유가가 반등했고 석탄가격도 9월부터 상승반전해 내년 1Q부터는 수익성 둔화 우려가 존재한다.

따라서 유가 등 외부 변수에 의한 실적 변동성을 축소시키고 구조적인 이익체력을 갖추기 위해서는 동사가 추진 중인 연료비 연동제 도입이 필요하다. 당초 올해 6월말까지 완료될 예정이었던 전기요금체계 개편안 검토는 코로나19로 인해 연말까지 일단 연기되었는데 이와 관련해 올해말에서 내년초에 진행되는 상황을 주목해 볼 필요가 있다. 연료비 연동제가 시행된다면 전기요금 불확실성에 대한 우려가 해소되면서 주가도 재평가될 것으로 판단한다.

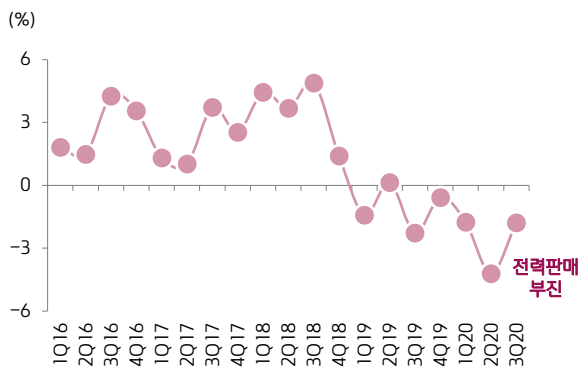
단기적인 주가 상승 모멘텀은 제한적이지만 현 주가가 12mf PBR 0.2X에 불과한 점과 연말~연초 요금체계개편 기대감 부각 가능성을 반영해 투자의견 Buy를 유지한다. 3Q20 실적과 최근 연료가격 상승을 반영해 2020E 및 2021E 지배주주EPS 전망치를 기존 대비 각각 -66%, -78% 하향하고 목표주가를 27,000원(12mf PBR 0.25X 적용)으로 -16% 하향한다.

한국전력 3Q20 잠정실적

(단위: 십억원)	3Q20P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q20	%QoQ	3Q19	%YoY
매출액	15,711	15,647	0.4	15,664	0.3	13,073	20.2	15,912	-1.3
영업이익	2,332	3,019	-22.8	2,520	-7.4	390	498.3	1,239	88.2
영업이익률(%)	14.8	19.3		16.1		3.0		7.8	
세전이익	1,938	2,433	-20.3	2,020	-4.1	218	790.1	307	532.2
순이익	1,251	1,894	-33.9	1,554	-19.5	203	516.9	241	419.0
지배주주순이익	1,236	1,859	-33.5	1,433	-13.7	166	643.8	223	454.9
두바이유(USD)	43	45	-4.5			30	41.8	61	-29.6
석탄-뉴캐슬(USD)	52	52	0.2			54	-4.3	68	-23.4
원달러환율	1,189	1,190	-0.1			1,221	-2.6	1,193	-0.4

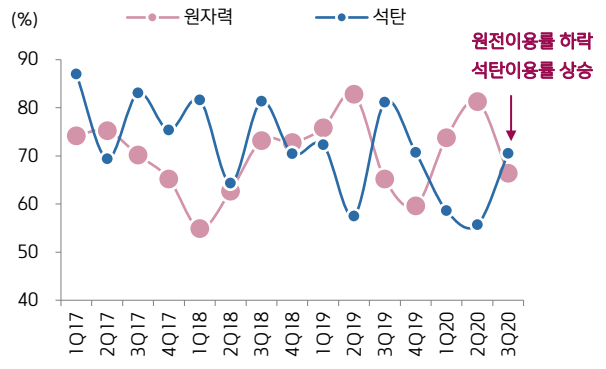
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



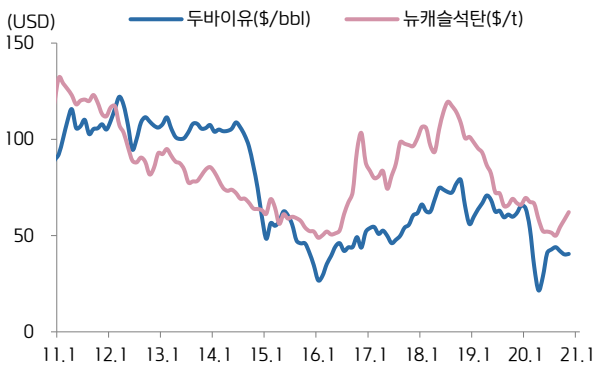
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이 및 전망



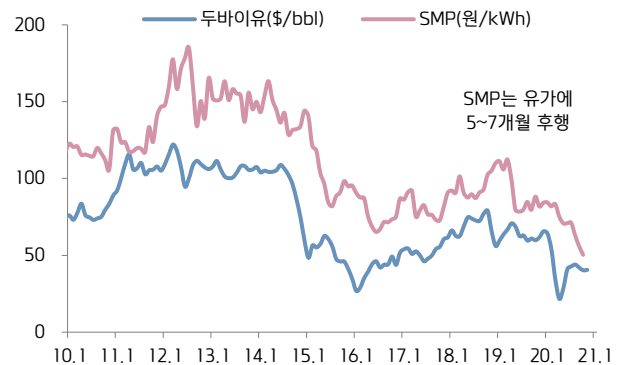
자료: 한국전력, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 SMP



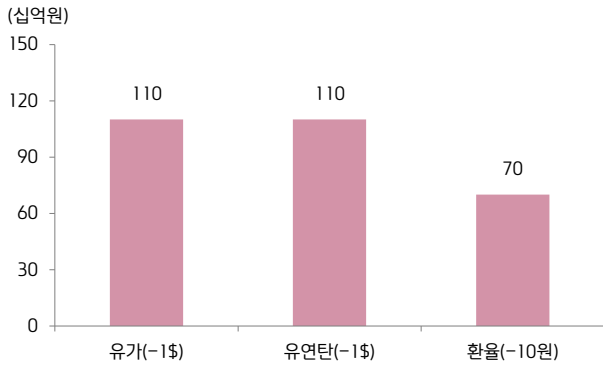
자료: 한국가스공사, 전력거래소, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	15,248	13,071	15,912	14,941	15,093	13,073	15,711	15,192
영업이익	-630	-299	1,239	-1,587	431	390	2,332	-822
영업이익률(%)	-4.1	-2.3	7.8	-10.6	2.9	3.0	14.8	-5.4
세전이익	-796	-750	307	-2,027	145	218	1,938	-1,605
순이익	-761	-412	241	-1,331	54	203	1,251	-986
지배주주순이익	-788	-448	223	-1,333	23	166	1,236	-1,018
두바이유(USD)	64	67	61	62	52	30	43	43
석탄-뉴캐슬(USD)	96	81	68	67	68	54	52	60
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,221	1,189	1,130

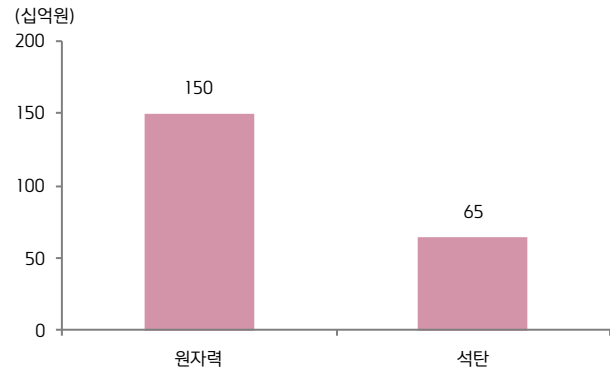
자료: 한국전력, 키움증권

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	59,069	61,092	64,026
영업이익	12,002	4,953	-208	-1,277	2,330	2,035	2,324
영업이익률	19.9	8.3	-0.3	-2.2	3.9	3.3	3.6
세전이익	10,513	3,614	-2,001	-3,266	696	574	827
순이익	7,148	1,441	-1,174	-2,264	522	431	620
지배순이익	7,049	1,299	-1,315	-2,346	408	328	522
EPS(지배주주)	10,980	2,023	-2,048	-3,654	635	511	812
BPS(지배주주)	111,725	111,660	108,641	105,140	105,986	106,707	107,730
ROE(지배주주)	10.2	1.8	-1.9	-3.4	0.6	0.5	0.8
두바이유(USD)	41	53	69	64	42	45	45
석탄-뉴캐슬(USD)	66	88	107	78	59	65	65
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,183	1,110	1,110

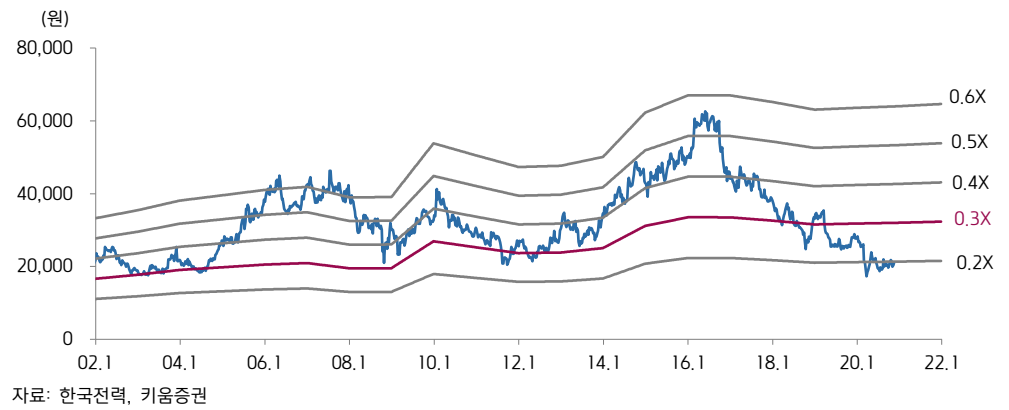
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

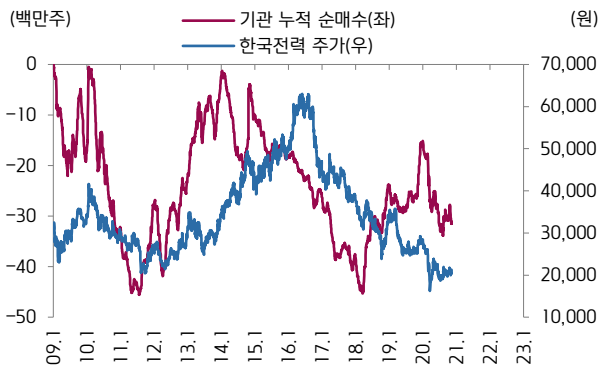
(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	58,943	60,709	59,069	61,092	0.2	0.6
영업이익	3,755	3,664	2,330	2,035	-37.9	-44.5
영업이익률	6.4	6.0	3.9	3.3		
세전이익	1,798	2,186	696	574	-61.3	-73.7
순이익	1,349	1,640	522	431	-61.3	-73.7
지배순이익	1,215	1,477	408	328	-66.4	-77.8
EPS(지배주주)	1,893	2,302	635	511	-66.4	-77.8
BPS(지배주주)	107,244	109,756	105,986	106,707	-1.2	-2.8
ROE(지배주주)	1.8	2.1	0.6	0.5		
두바이유(USD)	43	45	42	45	-2.3	0.0
석탄-뉴캐슬(USD)	57	55	59	65	2.2	18.2
원달러환율	1,199	1,190	1,183	1,110	-1.3	-6.7

자료: 한국전력, 키움증권

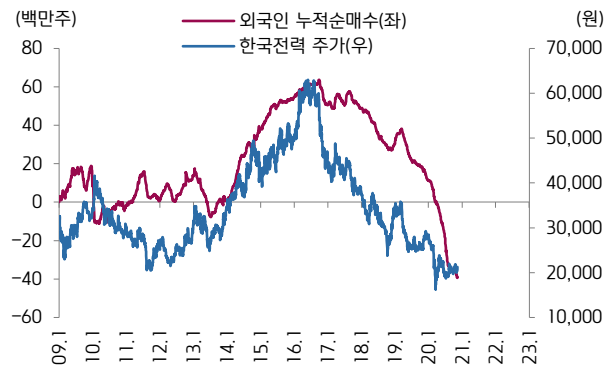
한국전력 12mf PBR 밴드



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	59,069	61,092	64,026
매출원가	58,208	57,780	54,035	56,217	58,720
매출총이익	2,420	1,393	5,035	4,874	5,305
판매비	2,628	2,670	2,704	2,840	2,982
영업이익	-208	-1,277	2,330	2,035	2,324
EBITDA	9,817	9,852	14,638	14,531	14,958
영업외손익	-1,793	-1,989	-1,634	-1,460	-1,497
이자수익	224	268	273	267	284
이자비용	1,868	2,047	2,014	2,055	2,109
외환관련이익	233	267	422	0	0
외환관련손실	589	673	643	0	0
종속 및 관계기업손익	358	214	214	214	214
기타	-151	-18	114	114	114
법인세차감전이익	-2,001	-3,266	696	574	827
법인세비용	-826	-1,002	174	144	207
계속사업순손익	-1,174	-2,264	522	431	620
당기순이익	-1,174	-2,264	522	431	620
지배주주순이익	-1,315	-2,346	408	328	522
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.4	-2.4	-0.2	3.4	4.8
영업이익 증감율	-104.2	513.9	-282.5	-12.7	14.2
EBITDA 증감율	-33.3	0.4	48.6	-0.7	2.9
지배주주순이익 증감율	-201.3	78.4	-117.4	-19.6	59.1
EPS 증감율	적전	적지	흑전	-19.6	59.1
매출총이익율(%)	4.0	2.4	8.5	8.0	8.3
영업이익률(%)	-0.3	-2.2	3.9	3.3	3.6
EBITDA Margin(%)	16.2	16.6	24.8	23.8	23.4
지배주주순이익률(%)	-2.2	-4.0	0.7	0.5	0.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
유동자산	19,745	19,483	19,623	20,279	21,365
현금 및 현금성자산	1,358	1,810	1,873	2,024	2,376
단기금융자산	2,402	1,619	1,619	1,619	1,619
매출채권 및 기타채권	7,709	7,642	7,662	7,924	8,305
재고자산	7,188	7,051	7,107	7,350	7,703
기타유동자산	1,088.0	1,361.0	1,362.0	1,362.0	1,362.0
비유동자산	165,504	178,115	180,127	181,634	183,446
투자자산	7,932	8,195	8,303	8,411	8,518
유형자산	152,743	164,702	166,644	168,075	169,807
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	199,750	201,914	204,811
유동부채	21,842	24,232	24,227	24,324	24,466
매입채무 및 기타채무	6,521	6,175	6,170	6,268	6,410
단기금융부채	8,018.6	9,493.2	9,493.2	9,493.2	9,493.2
기타유동부채	7,302	8,564	8,564	8,563	8,563
비유동부채	92,315	104,476	105,976	107,476	109,476
장기금융부채	53,299.8	63,453.5	64,953.5	66,453.5	68,453.5
기타비유동부채	39,015	41,023	41,023	41,023	41,023
부채총계	114,156	128,708	130,203	131,801	133,943
지배지분	69,744	67,496	68,039	68,502	69,159
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	49,610	49,938	50,459
비지배지분	1,349	1,393	1,508	1,611	1,709
자본총계	71,093	68,890	69,547	70,113	70,868

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
영업활동 현금흐름	6,680	8,213	14,942	14,713	14,857
당기순이익	-1,174	-2,264	522	431	620
비현금항목의 가감	13,130	15,769	16,393	16,598	16,836
유형자산감가상각비	9,906	10,972	12,171	12,364	12,506
무형자산감가상각비	119	157	137	132	128
지분법평가손익	-378	-260	0	0	0
기타	3,483	4,900	4,085	4,102	4,202
영업활동자산부채증감	-3,134	-3,193	-82	-408	-592
매출채권및기타채권의감소	401	159	-20	-262	-381
재고자산의감소	-1,772	-980	-56	-243	-353
매입채무및기타채무의증가	186	-354	-5	98	142
기타	-1,949	-2,018	-1	-1	0
기타현금흐름	-2,142	-2,099	-1,891	-1,908	-2,007
투자활동 현금흐름	-13,014	-13,499	-14,641	-14,324	-14,766
유형자산의 취득	-12,267	-14,000	-14,113	-13,796	-14,238
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	1,046	1,046	1,546
차입금의 증가(감소)	5,972	6,342	1,500	1,500	2,000
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	63	151	352
기초현금 및 현금성자산	2,370	1,358	1,810	1,873	2,024
기말현금 및 현금성자산	1,358	1,810	1,873	2,024	2,376

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-2,048	-3,654	635	511	812
BPS	108,641	105,140	105,986	106,707	107,730
CFPS	18,623	21,038	26,349	26,526	27,191
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-16.2	-7.6	33.0	41.0	25.8
PER(최고)	-18.7	-9.9	45.2		
PER(최저)	-11.6	-6.7	24.5		
PBR	0.30	0.26	0.20	0.20	0.19
PBR(최고)	0.35	0.34	0.27		
PBR(최저)	0.22	0.23	0.15		
PSR	0.35	0.30	0.23	0.22	0.21
PCFR	1.8	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.9	6.0	6.0
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	0.3	0.2	0.3
ROE	-1.9	-3.4	0.6	0.5	0.8
ROIC	-0.8	-1.3	1.0	0.9	1.0
매출채권회전율	7.7	7.7	7.7	7.8	7.9
재고자산회전율	9.2	8.3	8.3	8.5	8.5
부채비율	160.6	186.8	187.2	188.0	189.0
순차입금비율	81.0	100.9	102.0	103.1	104.4
이자보상배율	-0.1	-0.6	1.2	1.0	1.1
총차입금	61,318	72,947	74,447	75,947	77,947
순차입금	57,558	69,518	70,955	72,304	73,952
NOPLAT	9,817	9,852	14,638	14,531	14,958
FCF	-6,488	-7,905	-239	-281	-553

Compliance Notice

- 당사는 11월 12일 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

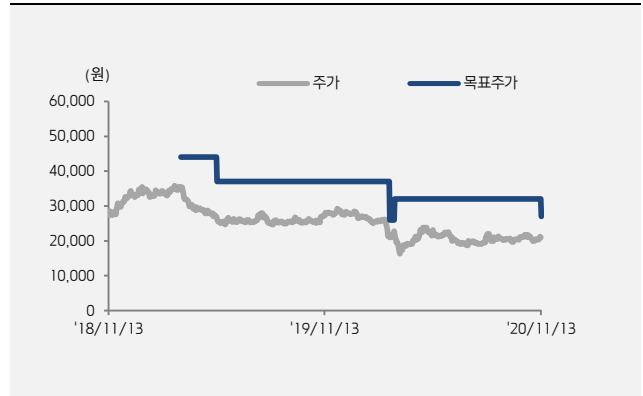
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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 사항	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	-36.01	-25.47
	2020-08-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-35.97	-25.47
	2020-11-12	BUY(Maintain)	27,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%