



BUY(Maintain)

목표주가: 38,000원
주가(12/21): 28,050원
시가총액: 180,071억원

철강금속/유틸리티

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

Stock Data

KOSPI (12/21)		2,778.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,500 원	16,250원
등락률	-1.6%	72.6%
수익률	절대	상대
1M	32.3%	21.6%
6M	38.2%	6.5%
1Y	0.2%	-20.5%

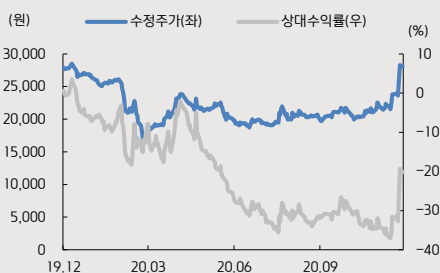
Company Data

발행주식수	641,964 천주
일평균 거래량(3M)	5,349천주
외국인 지분율	17.4%
배당수익률(20E)	2.1%
BPS(20E)	106,738원
주요 주주	한국산업은행 외 2 인 51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	60,628	59,173	58,790	60,744
영업이익	-208	-1,277	3,709	2,794
EBITDA	9,817	9,852	16,017	15,290
세전이익	-2,001	-3,266	2,110	1,371
순이익	-1,174	-2,264	1,372	1,028
지배주주지분순이익	-1,315	-2,346	1,276	936
EPS(원)	-2,048	-3,654	1,987	1,457
증감률(%YoY)	적전	적지	흑전	-26.7
PER(배)	-16.2	-7.6	14.1	19.2
PBR(배)	0.30	0.26	0.26	0.26
EV/EBITDA(배)	8.2	9.0	5.6	6.0
영업이익률(%)	-0.3	-2.2	6.3	4.6
ROE(%)	-1.9	-3.4	1.9	1.4
순부채비율(%)	81.8	100.9	100.6	101.1

Price Trend



한국전력 (015760)

정상화를 위한 중요한 첫걸음



금번 전기요금체계 개편을 통해 한국전력은 연료비 변동에 관계없이 최소한의 구조적인 이익체력을 확보했습니다. 또한 전력량에 포함되어 있는 기후·환경관련 비용을 별도로 분리해 향후 기후·환경요금 상승을 반영하기 위한 기틀을 마련했습니다. 이번 개편은 외부 변수에 따른 이익 불확실성으로 인해 지나긴 저평가 상태였던 한국전력 주가 정상화를 위한 첫걸음이며 이를 반영해 목표주가를 38,000원으로 상향합니다.

>>> 연료비 연동제 실시로 구조적 이익체력의 첫 단추 확보

정부는 내년 1월부터 매 분기마다 연료비 변동분을 전기요금에 반영하는 원가연계형 전기요금 체제 도입을 확정했다. 직전 1년간(전년 12월~올해 11월) 평균 연료비(기준 연료비)와 직전 3개월(1분기의 경우 9월~11월)간 평균 연료비(실적 연료비)를 비교해 석탄, LNG 등 연료비의 변동요인이 3개월마다 전기요금에 반영된다. 단, 소비자 보호를 위해 1) 연간 최대 조정폭을 ±5원/kWh로 제한하고, 2) 직전 요금대비 3원까지만 변동이 가능하며, 3) 빈번한 조정을 방지하기 위해 분기별 변동폭이 1원/kWh 이내의 경우 미조정 된다. 또한 4) 유가급등 등 예외적인 상황시 정부가 요금조정을 유보할 수 있다. 일부 제약이 있긴 하지만 이번 요금체계 개편을 통해 한국전력은 연료비 변동에 관계없이 최소한의 구조적인 이익체력을 확보했다.

>>> 다음단계인 기후·환경요금 반영을 위한 예비작업도 진행

이번 요금체계 개편에는 연료비 조정과 더불어 현재 전력량에 포함되어 있는 기후·환경관련 비용을 별도로 분리해 소비자에게 고지하고 향후 전기요금 총괄원가에 따른 요금 조정요인을 산출하는 과정에서 기후·환경비용 변동분도 포함하여 조정 필요성과 수준 등을 검토하기로 했다. 금번 개편에서는 우선적으로 1) 신재생에너지 의무이행 비용(RPS) 4.5원/kWh, 2) 온실가스 배출권 거래비용(ETS) 0.5원/kWh를 전력량 요금에서 분리하고 3) 미세먼지 계절관리제 시행 등에 따른 석탄발전 감축 비용 0.3원/kWh만 신규로 반영하기로 했다. 따라서 내년 1월부터 분리 및 고지되는 기후·환경 요금은 총 5.3원/kWh로 전체 전기요금의 약 4.9% 수준이다. 당장은 아니지만 중장기 석탄발전 감축과 신재생에너지 확대 등을 감안시 기후·환경 요금은 점진적으로 인상되며 전기요금에 반영이 예상된다.

>>> 한국전력 주가의 재평가 계기, 지나긴 저평가에서 탈출기대

이번 연료비 연동제 실시에 따른 한국전력의 정확한 이익체력은 시행 후 1년이 지나봐야 명확해 지겠지만 올해 1~3분기 누계 영업이익이 3.15조원에 달하고 연간으로 3.7조원 수준이 기대됨을 감안시 향후 연간 2.5~3.0조원 수준의 영업이익은 최소한 확보될 것으로 예상된다. 이를 반영해 목표주가를 38,000원(12mf PBR 0.35X)로 41% 상향하고 투자 의견 Buy를 유지한다.

12/17 전기요금체계 개편안 주요내용



자료: 산업통상자원부, 키움증권

연료비 연동제 주요내용

① 연료비 조정요금

가. 주요내용 : 「연료비 조정요금」 항목을 신설하여, 매 분기마다 연료비 변동분(=기준연료비* - 실적연료비**)을 주기적(3개월)으로 전기요금에 반영

* 기준연료비 : 직전 1년간 평균 연료비 / ** 실적연료비 : 직전 3개월간 평균 연료비
 → 연료비는 관세청이 고시하는 LNG, 석탄, 유류의 무역통관 가격을 기준으로 산정

< 연료비 조정요금 개요 >

'21.1월 (시행)	2월	3월	4월	5월	6월
기준연료비 (직전 1년(19.12~20.11월) 평균연료비, 차기 전력량 요금 조정 필요시 갱신)					
↕ 차이를 요금에 반영					
1월 실적 연료비 (직전 3개월, 20.9~11월 평균 연료비)			4월 실적 연료비 (직전 3개월, 20.12~21.2월 평균 연료비)		
			↕ 차이를 요금에 반영		

나. 소비자 보호장치 : 요금의 급격한 인상·인하 또는 빈번한 조정 등으로 인한 소비자 피해·혼란 방지를 위해 3종의 소비자 보호장치를 마련

① 조정범위 제한 : 기준연료비가 동일하게 유지된다는 전제 하에, 조정요금은 최대 ±5원/kWh 범위 내에서 직전 요금대비 3원까지만 변동 가능*

* 상하한(±5원) 도달시 그 이상으로 인상 또는 인하되지 않음

☞ 주택용 4인가구 월평균 사용(350kWh, 월 5.5만원) 기준 분기 최대 1,050원/월(최대 1,750원/월)
☞ 산업·일반 월평균 사용(9,240kWh, 월 119만원) 기준 분기 최대 2.8만원/월(최대 4.6만원/월)

② 未조정기준 : 분기별 1원/kWh 이내 변동시 未조정 → 빈번한 요금조정 방지

③ 정부 유보조항 : 단기간 내 유가 급상승 등 예외적인 상황 발생시 정부가 요금조정을 유보할 수 있는 근거 마련

자료: 산업통상자원부, 키움증권

기후·환경요금 주요내용

가. 주요내용 : 현재 전력량 요금에 포함되어 있는 기후·환경관련 비용을 별도로 분리하여 소비자에게 고지하고, 관련 정보를 투명하게 제공

- 향후 전기요금 총괄원가에 따른 요금 조정요인을 산출하는 과정에서 기후·환경비용 변동분도 포함하여 조정 필요성·수준 등을 검토

* '21.1월 적용 예정 기후환경 요금 : 총 5.3원/kWh (전체 전기요금의 약 4.9% 수준)

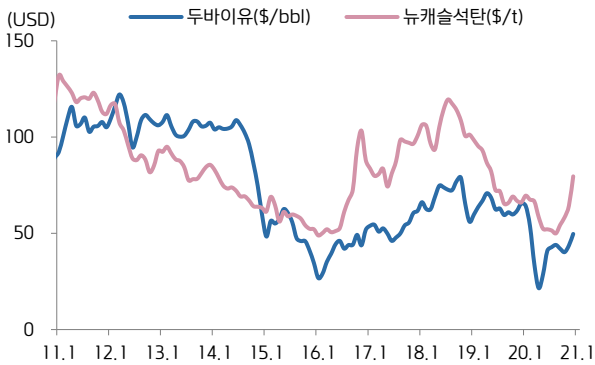
- ① 신재생에너지 의무이행 비용(RPS) : 4.5원/kWh
- ② 온실가스 배출권 거래비용 (ETS) : 0.5원/kWh
- ③ 미세먼지 계절관리제 시행 등에 따른 석탄발전 감축 비용 : 0.3원/kWh

☞ 주택용 4인가구 월평균 사용량(350kWh, 월 5.5만원) 기준 월 1,850원
 산업·일반용 월평균 사용량(9.2MWh, 월 119만원) 기준 월 4.8만원

☞ 금번 개편에서는 ① RPS(4.5원), ② ETS비용(0.5원)은 전력량 요금에서 분리만 하고,
 ③ 석탄발전 감축비용(0.3원)만 신규로 반영

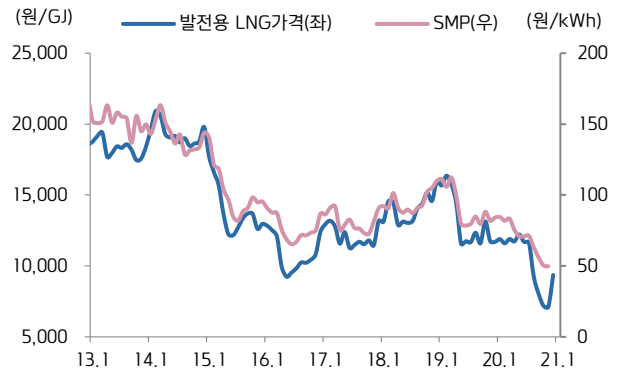
자료: 산업통상자원부, 키움증권

유가와 석탄가격



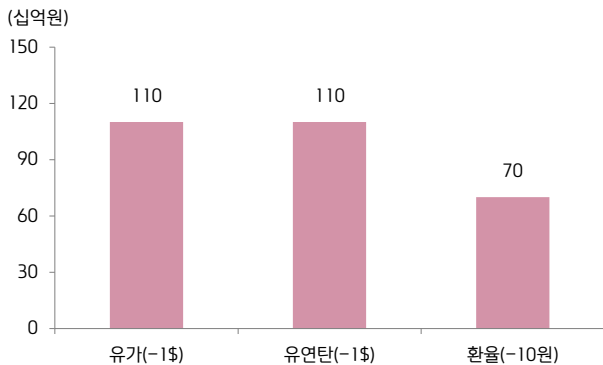
자료: Bloomberg, 키움증권

발전용 LNG가격과 SMP(외부전력 구입단가)



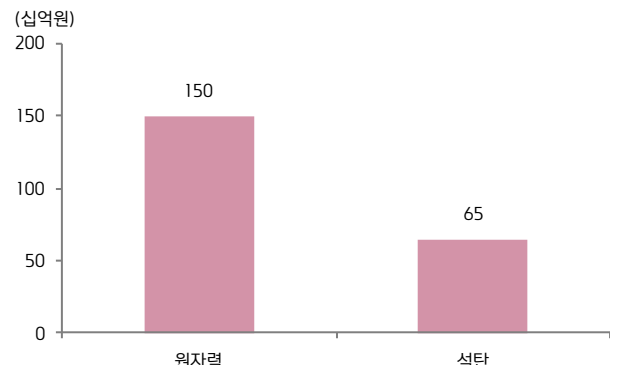
자료: 한국가스공사, 전력거래소, 키움증권

주요변수에 따른 한국전력 영업이익 민감도



자료: 키움증권 추정

기저발전 이용률 1%에 따른 한국전력 영업이익 민감도



자료: 키움증권 추정

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	14,913
영업이익	-630	-299	1,239	-1,587	431	390	2,332	557
영업이익률(%)	-4.1	-2.3	7.8	-10.6	2.9	3.0	14.8	3.7
세전이익	-796	-750	307	-2,027	145	218	1,938	-191
순이익	-761	-412	241	-1,331	54	203	1,251	-136
지배주주순이익	-788	-448	223	-1,333	23	166	1,236	-150
두바이유(USD)	64	67	61	62	52	30	43	45
석탄-뉴캐슬(USD)	96	81	68	67	68	54	52	67
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,221	1,189	1,115

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	60,190	59,815	60,628	59,173	58,790	60,744	62,190
영업이익	12,002	4,953	-208	-1,277	3,709	2,794	2,775
영업이익률	19.9	8.3	-0.3	-2.2	6.3	4.6	4.5
세전이익	10,513	3,614	-2,001	-3,266	2,110	1,371	1,322
순이익	7,148	1,441	-1,174	-2,264	1,372	1,028	992
지배순이익	7,049	1,299	-1,315	-2,346	1,276	936	982
EPS(지배주주)	10,980	2,023	-2,048	-3,654	1,987	1,457	1,529
BPS(지배주주)	111,725	111,660	108,641	105,140	106,738	107,806	108,946
ROE(지배주주)	10.2	1.8	-1.9	-3.4	1.9	1.4	1.4
두바이유(USD)	41	53	69	64	43	50	50
석탄-뉴캐슬(USD)	66	88	107	78	60	80	80
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,179	1,100	1,100

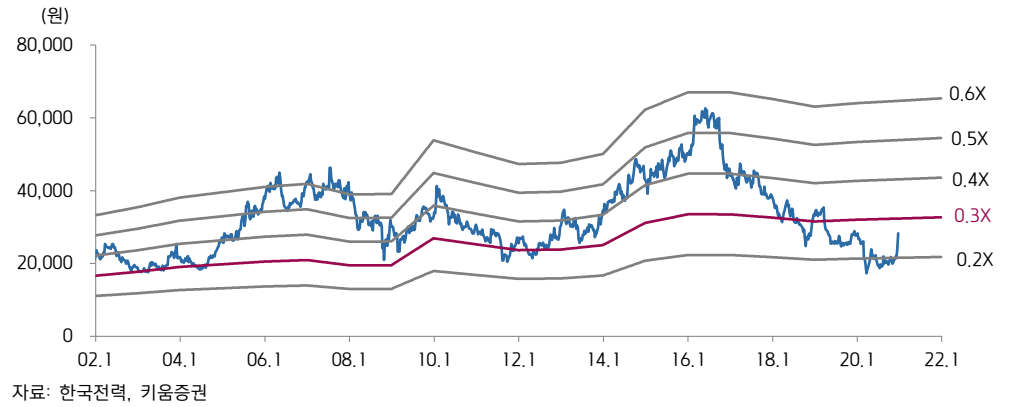
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

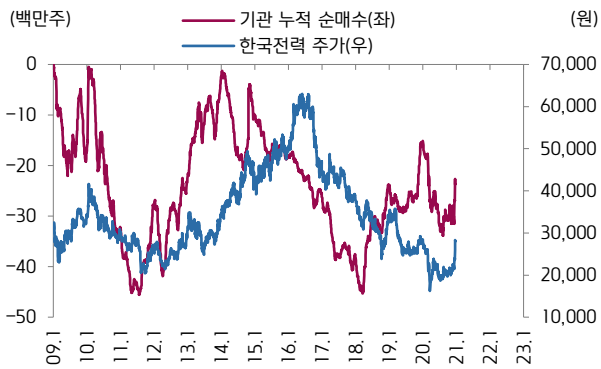
(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	59,069	61,092	58,790	60,744	-0.5	-0.6
영업이익	2,330	2,035	3,709	2,794	59.2	37.3
영업이익률	3.9	3.3	6.3	4.6		
세전이익	696	574	2,110	1,371	203.2	138.7
순이익	522	431	1,372	1,028	162.8	138.7
지배순이익	408	328	1,276	936	212.9	185.4
EPS(지배주주)	635	511	1,987	1,457	212.9	185.4
BPS(지배주주)	105,986	106,707	106,738	107,806	0.7	1.0
ROE(지배주주)	0.6	0.5	1.9	1.4		
두바이유(USD)	42	45	43	50	1.2	11.1
석탄-뉴캐슬(USD)	59	65	60	80	3.0	23.1
원달러환율	1,183	1,110	1,179	1,100	-0.3	-0.9

자료: 한국전력, 키움증권

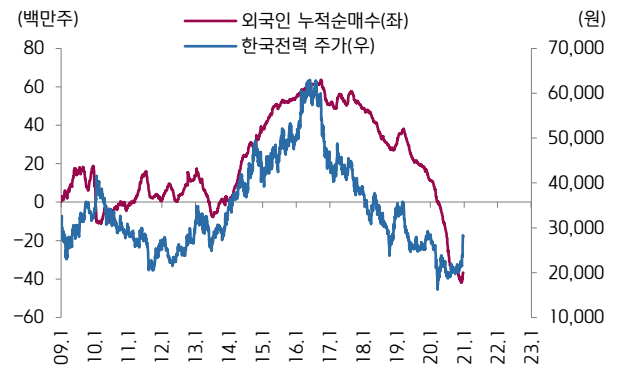
한국전력 12mf PBR 밴드



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	58,790	60,744	62,190
매출원가	58,208	57,780	52,332	55,064	56,385
매출총이익	2,420	1,393	6,457	5,680	5,805
판매비	2,628	2,670	2,748	2,886	3,030
영업이익	-208	-1,277	3,709	2,794	2,775
EBITDA	9,817	9,852	16,017	15,290	15,410
영업외손익	-1,793	-1,989	-1,599	-1,423	-1,453
이자수익	224	268	254	262	272
이자비용	1,868	2,047	1,986	2,013	2,053
외환관련이익	233	267	195	0	0
외환관련손실	589	673	389	0	0
종속 및 관계기업손익	358	214	214	214	214
기타	-151	-18	113	114	114
법인세차감전이익	-2,001	-3,266	2,110	1,371	1,322
법인세비용	-826	-1,002	739	343	331
계속사업순손익	-1,174	-2,264	1,372	1,028	992
당기순이익	-1,174	-2,264	1,372	1,028	992
지배주주순이익	-1,315	-2,346	1,276	936	982
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.4	-2.4	-0.6	3.3	2.4
영업이익 증감율	-104.2	513.9	-390.4	-24.7	-0.7
EBITDA 증감율	-33.3	0.4	62.6	-4.5	0.8
지배주주순이익 증감율	-201.3	78.4	-154.4	-26.6	4.9
EPS 증감율	적전	적지	흑전	-26.7	4.9
매출총이익율(%)	4.0	2.4	11.0	9.4	9.3
영업이익률(%)	-0.3	-2.2	6.3	4.6	4.5
EBITDA Margin(%)	16.2	16.6	27.2	25.2	24.8
지배주주순이익률(%)	-2.2	-4.0	2.2	1.5	1.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
유동자산	19,745	19,483	19,574	19,939	20,439
현금 및 현금성자산	1,358	1,810	1,894	1,771	1,909
단기금융자산	2,402	1,619	1,619	1,619	1,619
매출채권 및 기타채권	7,709	7,642	7,626	7,879	8,067
재고자산	7,188	7,051	7,073	7,308	7,483
기타유동자산	1,088.0	1,361.0	1,362.0	1,362.0	1,361.0
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	199,701	201,574	203,885
유동부채	21,842	24,232	24,213	24,308	24,377
매입채무 및 기타채무	6,521	6,175	6,157	6,251	6,321
단기금융부채	8,018.6	9,493.2	9,493.2	9,493.2	9,493.2
기타유동부채	7,302	8,564	8,563	8,564	8,563
비유동부채	92,315	104,476	105,476	106,476	107,976
장기금융부채	53,299.8	63,453.5	64,453.5	65,453.5	66,953.5
기타비유동부채	39,015	41,023	41,023	41,023	41,023
부채총계	114,156	128,708	129,690	130,784	132,354
지배지분	69,744	67,496	68,522	69,208	69,939
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	50,093	50,643	51,240
비지배지분	1,349	1,393	1,489	1,582	1,592
자본총계	71,093	68,890	70,011	70,790	71,531

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
영업활동 현금흐름	6,680	8,213	15,463	15,324	15,528
당기순이익	-1,174	-2,264	1,372	1,028	992
비현금항목의 가감	13,130	15,769	16,949	16,760	16,916
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	4,641	4,264	4,282
영업활동자산부채증감	-3,134	-3,193	-410	-394	-292
매출채권및기타채권의감소	401	159	16	-253	-188
재고자산의감소	-1,772	-980	-23	-235	-174
매입채무및기타채무의증가	186	-354	-19	94	70
기타	-1,949	-2,018	-384	0	0
기타현금흐름	-2,142	-2,099	-2,448	-2,070	-2,088
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	546	161	661
차입금의 증가(감소)	5,972	6,342	1,000	1,000	1,500
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-617	-113	0	-385	-385
기타	-53	-454	-454	-454	-454
기타현금흐름	21	-38	-1,285	-1,285	-1,285
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,011	452	84	-123	138
기초현금 및 현금성자산	2,370	1,358	1,810	1,894	1,771
기말현금 및 현금성자산	1,358	1,810	1,894	1,771	1,909

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-2,048	-3,654	1,987	1,457	1,529
BPS	108,641	105,140	106,738	107,806	108,946
CFPS	18,623	21,038	28,539	27,709	27,895
DPS	0	0	600	600	600
주가배수(배)					
PER	-16.2	-7.6	14.1	19.2	18.3
PER(최고)	-18.7	-9.9	15.1		
PER(최저)	-11.6	-6.7	7.8		
PBR	0.30	0.26	0.26	0.26	0.26
PBR(최고)	0.35	0.34	0.28		
PBR(최저)	0.22	0.23	0.15		
PSR	0.35	0.30	0.31	0.30	0.29
PCFR	1.8	1.3	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.6	6.0	6.0
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	28.1	37.5	38.8
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	2.1	2.1	2.1
ROA	-0.6	-1.2	0.7	0.5	0.5
ROE	-1.9	-3.4	1.9	1.4	1.4
ROIC	-0.8	-1.3	1.4	1.2	1.2
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	185.2	184.8	185.0
순차입금비율	81.0	100.9	100.6	101.1	101.9
이자보상배율	-0.1	-0.6	1.9	1.4	1.4
총차입금	61,318	72,947	73,947	74,947	76,447
순차입금	57,558	69,518	70,434	71,557	72,919
NOPLAT	9,817	9,852	16,017	15,290	15,410
FCF	-6,488	-7,905	96	302	86

Compliance Notice

- 당사는 12월 21일 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

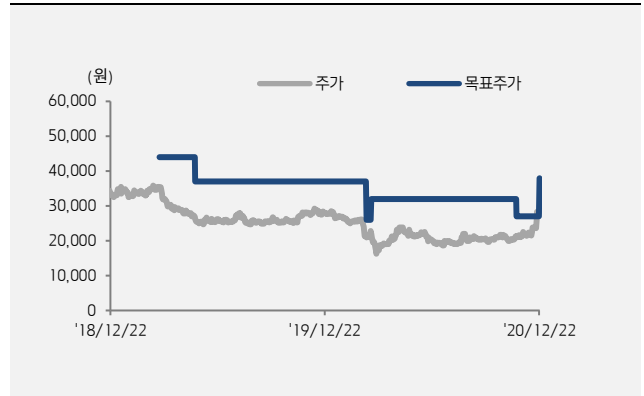
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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	-36.01	-25.47
	2020-08-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-35.97	-25.47
	2020-11-13	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-15.32	4.81
	2020-12-22	BUY(Maintain)	38,000원	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%