



# BUY(Maintain)

목표주가: 37,000원

주가(5/14): 26,850원

시가총액: 172,367억원

## 철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (5/14)		2,081.84pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	37,300 원	23,850원
등락률	-28.0%	12.6%
수익률	절대	상대
1W	-7.7%	-1.0%
1M	-6.1%	-6.7%
1Y	-28.0%	-14.4%

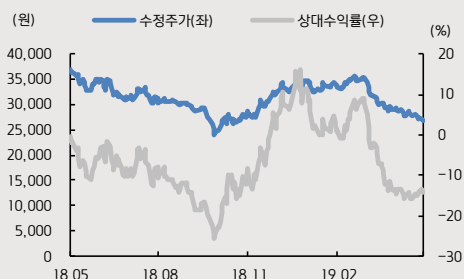
### Company Data

발행주식수	641,964	전주
일평균 거래량(3M)	1,338	전주
외국인 지분율	27.6%	
배당수익률(12E)	0.0%	
BPS(12E)	104,938	원
주요 주주	한국산업은행 외 2 인	51.1%

### 투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	59,815	60,628	59,577	59,053
영업이익	4,953	-208	-759	1,912
EBITDA	14,727	9,817	10,152	13,165
세전이익	3,614	-2,001	-2,293	278
순이익	1,441	-1,174	-2,194	266
지배주주지분순이익	1,299	-1,315	-2,271	275
EPS(원)	2,023	-2,048	-3,537	428
증감률(%YoY)	-81.6	적전	적지	흑전
PER(배)	18.9	-16.2	-7.7	63.4
PBR(배)	0.34	0.30	0.26	0.26
EV/EBITDA(배)	5.2	8.2	8.0	6.5
영업이익률(%)	8.3	-0.3	-1.3	3.2
ROE(%)	1.8	-1.9	-3.3	0.4
순부채비율(%)	70.2	81.8	90.9	96.8

### Price Trend



## 1Q19 실적리뷰

# 한국전력 (015760)

## 전력판매 감소, 석탄발전 이용률 하락으로 부진



1분기 영업이익은 -6,299억원으로 예상보다 부진했습니다. 따뜻한 날씨로 전력 판매량이 예상보다 부진했고 봄철 미세먼지 저감 대책에 따른 석탄발전 이용률 하락으로 외부전력 구입비용이 상승했기 때문입니다. 1Q19 실적부진과 최근 유가상승 및 원달러환율 급등을 감안시 당초 올해 기대했던 연간 영업이익 턱어라운드는 다소 불투명해졌다고 판단합니다. 이를 반영해 목표주가를 16% 하향 합니다.

### >>> 1Q 실적은 전력판매와 석탄 이용률 부진으로 예상치 하회

1Q19 영업이익은 -6,299억원으로 1Q18 -1,276억원보다 적자폭이 확대되며 키움증권 추정치 -960억원과 컨센서스 -420억원을 하회했다. 예상보다 실적이 부진했던 이유는 1) 예년보다 따뜻한 날씨와 전년 평창올림픽 기저효과로 전력판매량이 -1.4%YoY 감소해 매출액이 예상보다 부진했고, 2) 3Q16이후 최고치를 기록한 원전 이용률(75.8%) 상승에도 불구하고 봄철 미세먼지 저감 정책에 따라 석탄발전 이용률이 72.3%(-9.3pt YoY)에 그치면서 외부전력 구입비용이 6,664억원(+14%YoY) 증가해 예상보다 높았기 때문이다. 계절적으로 봄철에 심각해지는 미세먼지 문제에 대응하기위해 정부는 석탄발전 상한 제한 확대와 함께 당초 가을로 예정되어 있던 석탄발전 11기의 계획예방정비를 앞당겨 실시해 상반기 석탄발전 이용률은 전년대비 부진이 예상된다. 반대로 상반기 예방정비 확대로 하반기 석탄발전 이용률이 상승해 연간 이용률은 전년과 유사한 수준이 유지될 전망이다.

### >>> 1Q19 실적부진과 유가/환율 상승으로 턱어라운드 지연

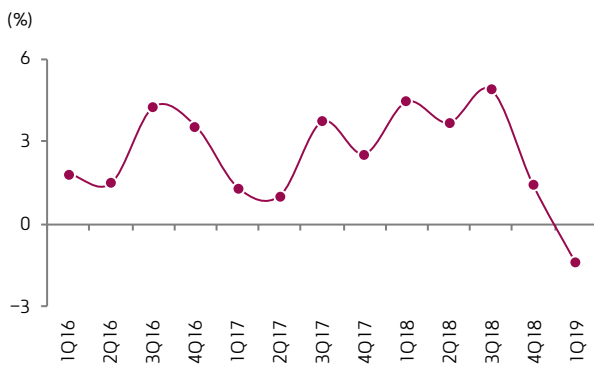
1분기만 하더라도 유가하락과 원자력발전 증가로 올해 한국전력의 연간 영업이익이 흑자전환에 성공할 것으로 예상했지만 상반기 유가 상승폭이 예상보다 커지고 원달러환율도 급등해 외부전력 구입비 부담이 당초 예상보다 늘어날 전망이다. 거기에 1Q19 실적도 예상보다 부진해 올해 한국전력의 연간 영업이익 흑자전환 가능성이 불투명해졌다고 판단한다. 1Q19 실적과 최근 원자재 가격 및 원달러환율을 감안해 2019E/2020E 실적 전망치를 하향하고 목표주가를 기존 44,000원에서 37,000원으로 하향한다. 목표주가 37,000원은 12mf PBR 밴드 중하단인 0.35X를 적용했다. 현주가는 2019E PBR 0.26X로 역사상 밴드 저점에 위치해 추가하락이 제한될 것으로 판단해 투자 의견은 Buy를 유지한다. 아직까지 단기적인 주가 상승모멘텀은 제한적이지만 향후 유가 하락반전시 Valuation 매력 부각과 함께 주가의 상승압력이 강화될 것으로 판단한다.

한국전력 1Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	1Q19P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q18	%QoQ	1Q18	%YoY
매출액	15,248	15,828	-3.7	15,800	-3.5	15,175	0.5	15,706	-2.9
영업이익	-630	-96	적자확대	-42	적자확대	-788	적자축소	-128	적자확대
영업이익률(%)	-4.1	-0.6		-0.3		-5.2		-0.8	
세전이익	-796	-509	적자확대	-419	적자확대	-1,147	적자확대	-262	적자확대
순이익	-761	-372	적자확대	-391	적자확대	-743	적자확대	-250	적자확대
지배주주순이익	-788	-402	적자확대	-293	적자확대	-797	적자축소	-277	적자확대
두바이유(USD)	64	60	6.2			67	-4.7	64	0.0
석탄-뉴캐슬(USD)	93	95	-1.7			103	-9.3	103	-9.3
원달러환율	1,125	1,125	0.0			1,128	-0.2	1,072	4.9

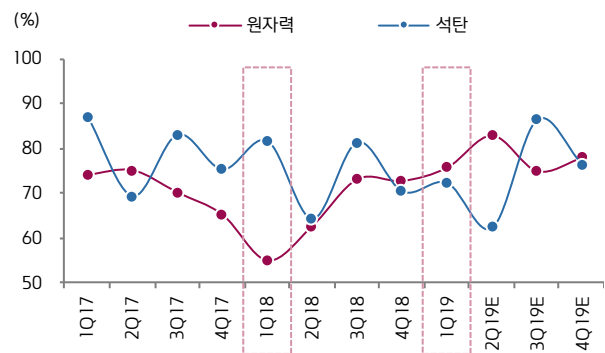
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



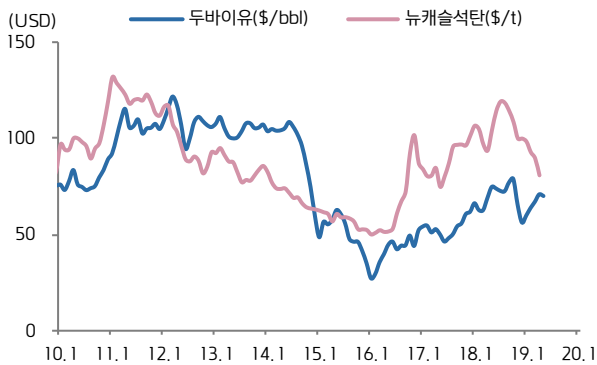
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이 및 전망



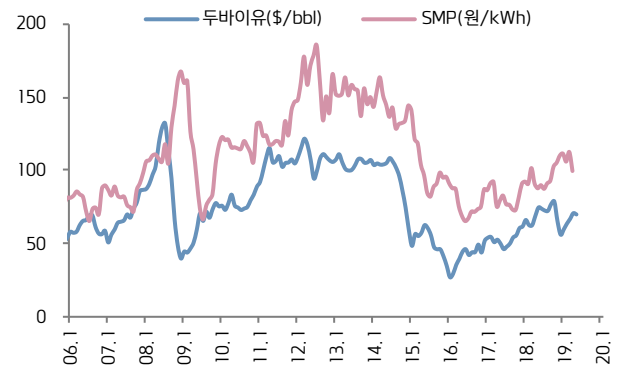
자료: 한국전력, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 SMP



자료: Bloomberg, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	15,706	13,337	16,410	15,175	15,248	13,146	16,249	14,933
영업이익	-128	-687	1,395	-788	-630	-1,682	1,558	-5
영업이익률(%)	-0.8	-5.2	8.5	-5.2	-4.1	-12.8	9.6	0.0
세전이익	-262	-1,700	1,109	-1,147	-796	-2,026	1,034	-505
순이익	-250	-919	737	-743	-761	-1,939	989	-483
지배주주순이익	-277	-949	709	-797	-788	-2,006	1,023	-500
두바이유(USD)	64	73	74	67	64	70	70	70
석탄-뉴캐슬(USD)	103	104	118	103	93	80	80	80
원달러환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,180	1,180	1,180

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	59,577	59,053	60,146
영업이익	11,347	12,002	4,953	-208	-759	1,912	3,227
영업이익률	19.2	19.9	8.3	-0.3	-1.3	3.2	5.4
세전이익	18,656	10,513	3,614	-2,001	-2,293	278	1,514
순이익	13,416	7,148	1,441	-1,174	-2,194	266	1,448
지배순이익	13,289	7,049	1,299	-1,315	-2,271	275	1,499
EPS(지배주주)	20,701	10,980	2,023	-2,048	-3,537	428	2,335
BPS(지배주주)	103,798	111,725	111,660	108,641	104,938	105,200	107,368
ROE(지배주주)	22.1	10.2	1.8	-1.9	-3.3	0.4	2.2
두바이유(USD)	51	41	53	69	68	70	70
석탄-뉴캐슬(USD)	58	66	88	107	83	80	80
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,100	1,166	1,180	1,180

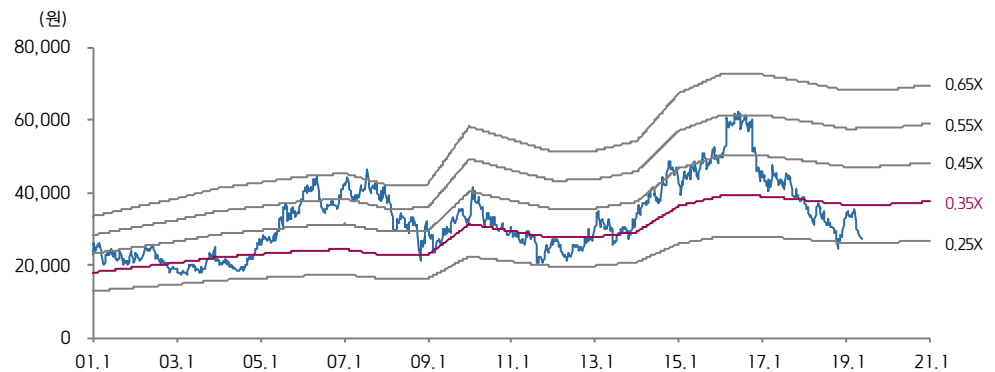
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	61,124	61,815	59,577	59,053	-2.5	-4.5
영업이익	2,421	4,487	-759	1,912	적자전환	-57.4
영업이익률	4.0	7.3	-1.3	3.2		
세전이익	740	2,843	-2,293	278	적자전환	-90.2
순이익	541	2,076	-2,194	266	적자전환	-87.2
지배순이익	417	1,870	-2,271	275	적자전환	-85.3
EPS(지배주주)	650	2,913	-3,537	428	NA	-85.3
BPS(지배주주)	109,463	112,377	104,938	105,200	-4.1	-6.4
ROE(지배주주)	0.6	2.6	-3.3	0.4		
두바이유(USD)	64	65	68	70		
석탄-뉴캐슬(USD)	91	90	83	80		
원달러환율	1,125	1,125	1,166	1,180		

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



자료: 한국전력, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	59,815	60,628	59,577	59,053	60,146
매출원가	52,099	58,208	57,576	54,244	53,877
매출총이익	7,716	2,420	2,001	4,809	6,269
판관비	2,763	2,628	2,759	2,897	3,042
<b>영업이익</b>	4,953	-208	-759	1,912	3,227
<b>EBITDA</b>	14,727	9,817	10,152	13,165	14,901
영업외손익	-1,339	-1,793	-1,534	-1,634	-1,713
이자수익	206	224	234	281	275
이자비용	1,790	1,868	1,939	2,085	2,159
외환관련이익	1,380	233	0	0	0
외환관련손실	305	589	0	0	0
종속 및 관계기업손익	-108	358	358	358	358
기타	-722	-151	-187	-188	-187
<b>법인세차감전이익</b>	3,614	-2,001	-2,293	278	1,514
법인세비용	2,173	-826	-99	12	66
계속사업손익	1,441	-1,174	-2,194	266	1,448
<b>당기순이익</b>	1,441	-1,174	-2,194	266	1,448
<b>지배주주순이익</b>	1,299	-1,315	-2,271	275	1,499
<b>증감 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-0.6	1.4	-1.7	-0.9	1.9
영업이익 증감율	-58.7	-104.2	264.9	-351.9	68.8
EBITDA 증감율	-29.7	-33.3	3.4	29.7	13.2
지배주주순이익 증감율	-81.6	-201.2	72.7	-112.1	445.1
EPS 증감율	-81.6	적전	적지	흑전	445.4
매출총이익율(%)	12.9	4.0	3.4	8.1	10.4
영업이익율(%)	8.3	-0.3	-1.3	3.2	5.4
EBITDA Margin(%)	24.6	16.2	17.0	22.3	24.8
지배주주순이익율(%)	2.2	-2.2	-3.8	0.5	2.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	19,142	19,745	19,161	19,764	19,941
현금 및 현금성자산	2,370	1,358	1,511	2,240	2,155
단기금융자산	1,971	2,118	2,118	2,118	2,118
매출채권 및 기타채권	8,006	7,792	7,762	7,693	7,836
재고자산	6,002	7,188	6,481	6,424	6,543
기타유동자산	2,764	3,407	3,407	3,407	3,407
<b>비유동자산</b>	162,647	165,504	168,228	172,754	176,481
투자자산	7,370	7,992	7,301	7,619	7,937
유형자산	150,882	152,743	156,281	160,600	164,108
무형자산	1,190	1,229	1,106	995	896
기타비유동자산	3,205	3,540	3,540	3,540	3,540
<b>자산총계</b>	181,789	185,249	187,389	192,518	196,421
<b>유동부채</b>	23,424	21,842	21,782	21,753	21,814
매입채무 및 기타채무	6,032	6,521	6,461	6,432	6,494
단기금융부채	9,326	8,039	8,039	8,039	8,039
기타유동부채	8,066	7,282	7,282	7,282	7,281
<b>비유동부채</b>	85,400	92,315	96,815	101,815	104,315
장기금융부채	46,267	53,592	58,092	63,092	65,592
기타비유동부채	39,133	38,723	38,723	38,723	38,723
<b>부채총계</b>	108,824	114,156	118,597	123,568	126,129
<b>지배지분</b>	71,681	69,744	67,366	67,534	68,927
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	49,249	49,523	51,023
비지배지분	1,283	1,349	1,426	1,416	1,366
<b>자본총계</b>	72,965	71,093	68,792	68,951	70,292

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	11,250	6,680	12,229	14,449	15,757
당기순이익	1,441	-1,174	-2,194	266	1,448
비현금항목의 가감	16,493	13,130	15,340	15,894	16,446
유형자산감가상각비	9,660	9,906	10,788	11,143	11,574
무형자산감가상각비	114	119	123	111	99
지분법평가손익	-110	-378	0	0	0
기타	6,829	3,483	4,429	4,640	4,773
영업활동자산부채증감	-2,684	-3,134	678	96	-200
매출채권및기타채권의감소	-250	401	30	68	-142
재고자산의감소	-1,373	-1,772	707	57	-119
매입채무및기타채무의증가	127	186	-59	-29	62
기타	-1,188	-1,949	0	0	-1
기타현금흐름	-4,000	-2,142	-1,595	-1,807	-1,937
<b>투자활동 현금흐름</b>	-12,607	-13,014	-13,737	-15,881	-15,502
유형자산의 취득	-12,536	-12,267	-14,326	-15,461	-15,083
유형자산의 처분	86	234	0	0	0
무형자산의 순취득	-143	-111	0	0	0
투자자산의감소(증가)	798	-622	691	-318	-318
단기금융자산의감소(증가)	713	-147	0	0	0
기타	-1,525	-101	-102	-102	-101
<b>재무활동 현금흐름</b>	746	5,302	4,446	4,946	2,446
차입금의 증가(감소)	2,270	5,972	4,500	5,000	2,500
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	-2,786	-2,786	-2,786
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-682	-1,011	153	729	-85
기초현금 및 현금성자산	3,051	2,370	1,358	1,511	2,240
기말현금 및 현금성자산	2,370	1,358	1,511	2,240	2,155

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,023	-2,048	-3,537	428	2,335
BPS	111,660	108,641	104,938	105,200	107,368
CFPS	27,937	18,623	20,478	25,171	27,875
DPS	790	0	0	0	0
<b>주당배수(배)</b>					
PER	18.9	-16.2	-7.7	63.4	11.6
PER(최고)	24.2	-18.7	-10.2		
PER(최저)	18.3	-11.6	-7.6		
PBR	0.34	0.30	0.26	0.26	0.25
PBR(최고)	0.44	0.35	0.34		
PBR(최저)	0.33	0.22	0.26		
PSR	0.41	0.35	0.29	0.30	0.29
PCFR	1.4	1.8	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.2	8.2	8.0	6.5	5.9
<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	-1.2	0.1	0.7
ROE	1.8	-1.9	-3.3	0.4	2.2
ROIC	2.2	-0.8	-0.5	1.1	1.8
매출채권회전율	7.6	7.7	7.7	7.6	7.7
재고자산회전율	10.4	9.2	8.7	9.2	9.3
부채비율	149.1	160.6	172.4	179.2	179.4
순차입금비율	70.2	81.8	90.9	96.8	98.7
이자보상배율	2.8	-0.1	-0.4	0.9	1.5
<b>총차입금</b>	55,594	61,631	66,131	71,131	73,631
<b>순차입금</b>	51,253	58,154	62,501	66,772	69,357
<b>NOPLAT</b>	14,727	9,817	10,152	13,165	14,901
<b>FCF</b>	-2,185	-6,488	-3,463	-2,283	-522

Compliance Notice

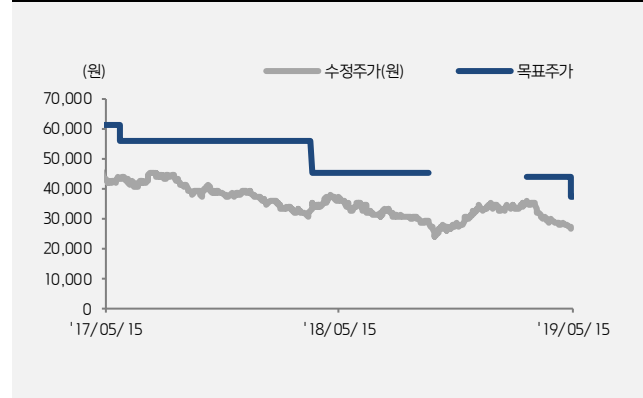
- 당사는 5월 14일 현재 '한국전력(015760)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 추가대비	최고 추가대비
한국전력 (015760)	2017-06-05	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-24.36	-21.43
	2017-07-12	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-23.08	-18.75
	2017-08-08	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-23.06	-18.75
	2017-09-18	BUY(Reinitiate)	56,000원	6개월	-24.62	-18.75
	2017-10-16	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-25.71	-18.75
	2017-11-18	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-25.79	-18.75
	2017-11-20	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-26.34	-18.75
	2018-01-15	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-36.75	-35.18
	2018-02-14	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-39.84	-35.18
	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		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2018/4/1~2019/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%