



BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(3/9): 22,800원

시가총액: 146,368억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/9)		1,954.77pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	35,500 원	20,950원
등락률	-23.9%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-10.9%	0.8%
6M	-8.6%	-5.6%
1Y	-34.2%	-28.1%

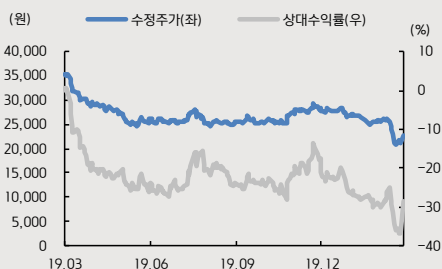
Company Data

발행주식수	641,964 천주
일평균 거래량(3M)	1,958천주
외국인 지분율	23.3%
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	1,846
EBITDA	14,727	9,817	9,554	13,049
세전이익	3,614	-2,001	-3,233	777
순이익	1,441	-1,174	-2,224	583
지배주주지분순이익	1,299	-1,315	-2,306	612
EPS(원)	2,023	-2,048	-3,593	954
증감률(%YoY)	-81.6	적전	적지	흑전
PER(배)	18.9	-16.2	-7.7	25.2
PBR(배)	0.34	0.30	0.27	0.23
EV/EBITDA(배)	5.2	8.2	8.5	6.3
영업이익률(%)	8.3	-0.3	-2.3	3.1
ROE(%)	1.8	-1.9	-3.4	0.9
순부채비율(%)	70.2	81.8	90.7	93.9

Price Trend



한국전력 (015760)

반가운 유가 폭락!



코로나19 확산에 따른 수요부진과 OPEC+의 감산합의 실패로 유가가 폭락하고 있습니다. 한국전력은 대표적인 유가하락 수혜주로 이번 유가폭락은 3분기부터 한국전력의 급격한 실적개선으로 연결될 전망입니다. 불안한 주식시장에서 향후 한국전력은 지수 방어주로서의 역할이 기대됩니다. 유가하락을 반영해 실적전망치를 상향하고 목표주가를 32,000원으로 23% 상향, 투자의견 BUY를 유지합니다.

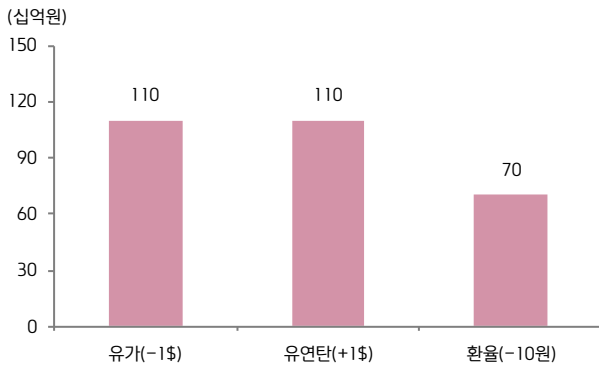
>>> 유가 급락으로 하반기이후 실적개선 기대감 높아질 전망

OPEC+의 감산합의 실패로 유가가 폭락하고 있다. 두바이유는 연초 \$60대 중후반에서 3/9 현재 \$30 수준까지 급락했으며 코로나19 확산에 따른 수요부진과 감산합의 실패에 따른 공급과잉으로 단기적으로 반등여부가 불투명한 상황이다. 한국전력은 유가 하락시 한국가스공사의 LNG가격 하락으로 1) 발전회사의 LNG 원료비 하락, 2) SMP 하락에 따른 구입전력비 감소 등으로 실적이 개선되며 유가가 배럴당 \$1 하락할 때 연간 영업이익이 약 1,100억원 개선되는 것으로 추정된다. 유가하락이 한국전력의 실적개선으로 반영되는 시차는 이론적으로 두바이유가 가스공사 LNG가격에 반영되는 시간 4~5개월, 그 LNG가격이 한국전력 연료비 및 SMP에 반영되는 시간 1~2개월 등 총 5~7개월로 볼 수 있다(경험적으로는 조금 더 빨리 반영). 따라서 8월부터 구입전력비가 급격히 떨어질 전망이며 연중 최대 전력 성수기인 3Q에 집중 반영되는 실적 개선효과는 예상보다 커질 가능성도 있다. 한편, 원달러환율은 10원 상승시 연간 영업이익은 700억원 감소해 원달러환율 상승이 유가하락에 따른 실적개선 효과를 일부 상쇄시킬 수 있지만 유가 하락폭에 비해 환율 상승폭은 상대적으로 미미하다.

>>> 불안한 매크로 상황에서 방어주 역할 기대

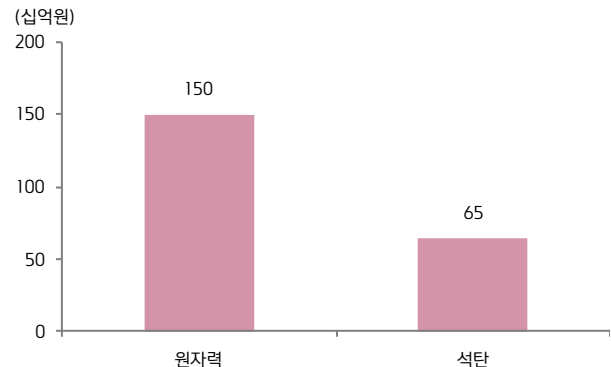
2020년/21년 실적추정에 반영한 두바이유 전망치를 \$41/\$40로 기존대비 각각 -34%, -39% 하향하고 원달러환율 등 최근 실적변수를 반영해 2020년/21년 지배주주순이익 전망치를 기존 -1,990억원/6,840억원에서 6,120억원/1.78조원으로 상향한다. 3/9 주가가 8.1% 급등했지만 현 주가는 12mf PBR 0.21X 수준으로 여전히 역사적 밴드 저점에 위치하고 있어 Valuation 매력도 높다. 거기에 올해 총선을 지나 상반기 완료될 예정인 전기요금체계 개편이후 하반기 전기요금 인상기대감도 존재하는 만큼 코로나19 확산과 유가급락으로 불안한 주식시장에서 향후 한국전력은 지수 방어주로서의 역할이 기대된다. 실적전망치 상향을 반영해 목표주가를 32,000원(12mf PBR 0.30X, 기존 목표주가는 0.25X 적용)로 23% 상향하고 투자의견 Buy를 유지한다.

주요변수에 따른 한국전력 영업이익 민감도



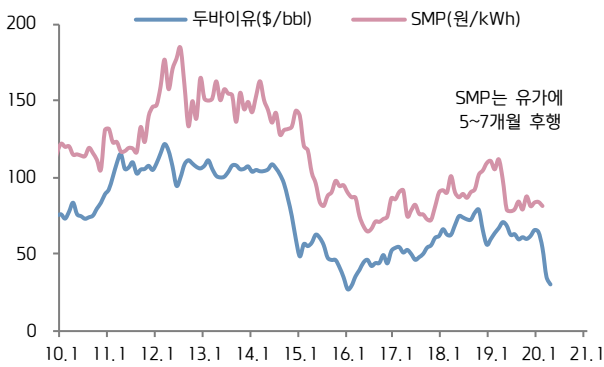
자료: 키움증권 추정

기저발전 이용률 1%에 따른 한국전력 영업이익 민감도



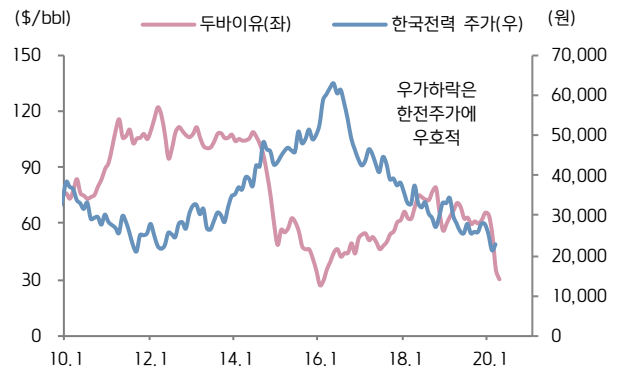
자료: 키움증권 추정

유가와 SMP(계통한계가격)



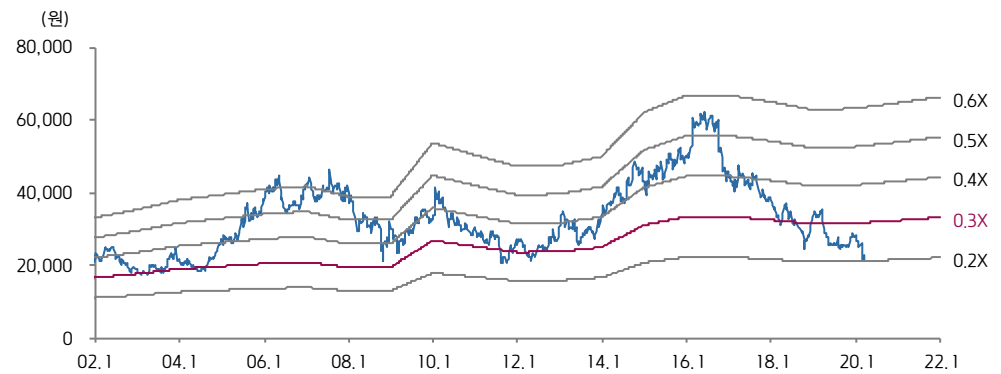
주: SMP는 한전의 전력구매단가
자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 한국전력 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



자료: 한국전력, 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	-142	-333	2,735	-415
영업이익률(%)	-4.1	-2.3	7.8	-11.2	-1.0	-2.6	17.0	-2.8
세전이익	-796	-750	307	-1,994	-401	-596	2,505	-730
순이익	-761	-412	241	-1,292	-450	-645	2,456	-778
지배주주순이익	-788	-448	223	-1,294	-473	-677	2,579	-817
두바이유(USD)	64	67	61	62	45	40	40	40
석탄-뉴캐슬(USD)	96	81	68	67	65	65	70	70
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,200	1,200	1,200	1,200

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	58,707	59,855	58,707	59,855	0.0	0.0
영업이익	881	2,108	1,846	3,543	109.5	68.1
영업이익률	1.5	3.5	3.1	5.9		
세전이익	-237	872	777	2,420	흑자전환	177.5
순이익	-190	698	583	1,815	흑자전환	160.2
지배순이익	-199	684	612	1,779	흑자전환	160.2
EPS(지배주주)	-311	1,065	954	2,771	N/A	160.2
BPS(지배주주)	104,405	105,304	105,669	108,274	1.2	2.8
ROE(지배주주)	-0.3	1.0	0.9	2.6		
두바이유(USD)	63	65	41	40	-34.0	-38.5
석탄-뉴캐슬(USD)	68	65	68	70	0.0	7.7
원달러환율	1,169	1,150	1,200	1,200	2.7	4.3

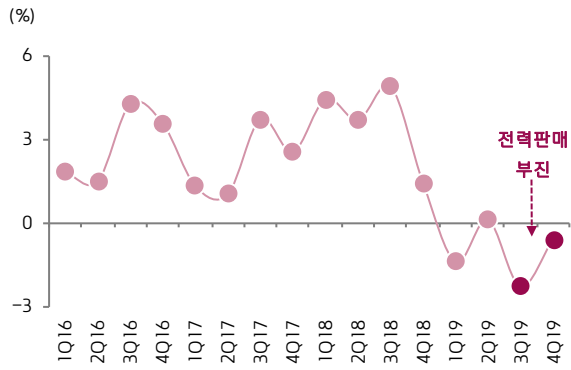
자료: 한국전력, 키움증권

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	61,234
영업이익	12,002	4,953	-208	-1,357	1,846	3,543	3,902
영업이익률	19.9	8.3	-0.3	-2.3	3.1	5.9	6.4
세전이익	10,513	3,614	-2,001	-3,233	777	2,420	2,722
순이익	7,148	1,441	-1,174	-2,224	583	1,815	2,041
지배순이익	7,049	1,299	-1,315	-2,306	612	1,779	2,001
EPS(지배주주)	10,980	2,023	-2,048	-3,593	954	2,771	3,116
BPS(지배주주)	111,725	111,660	108,641	104,882	105,669	108,274	111,223
ROE(지배주주)	10.2	1.8	-1.9	-3.4	0.9	2.6	2.8
두바이유(USD)	41	53	69	64	41	40	40
석탄-뉴캐슬(USD)	66	88	107	78	68	70	70
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,200	1,200	1,200

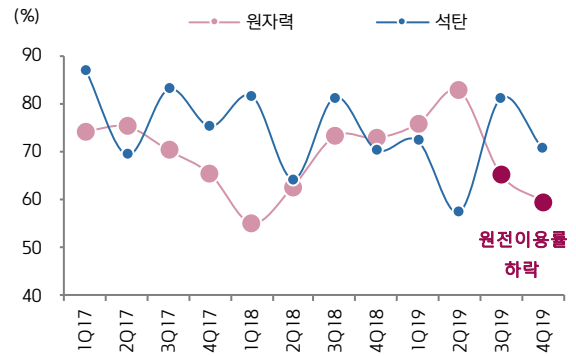
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



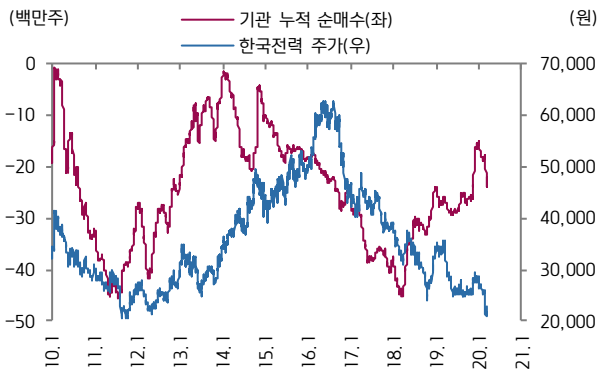
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이 및 전망



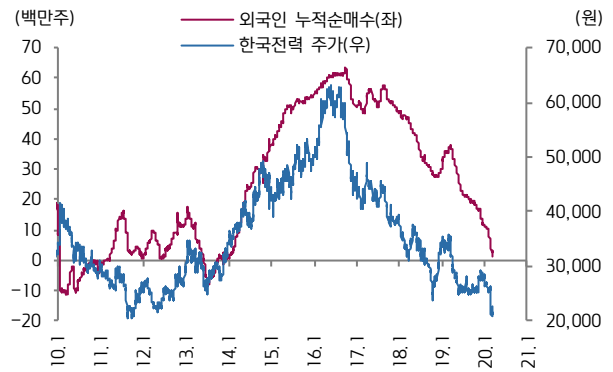
자료: 한국전력, 키움증권

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	54,040	53,350
매출총이익	7,716	2,420	1,330	4,667	6,506
판매비	2,763	2,628	2,687	2,821	2,962
영업이익	4,953	-208	-1,357	1,846	3,543
EBITDA	14,727	9,817	9,554	13,049	15,039
영업외손익	-1,339	-1,793	-1,877	-1,068	-1,123
이자수익	206	224	207	277	348
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	777	2,420
법인세비용	2,173	-826	-1,009	194	605
계속사업손익	1,441	-1,174	-2,224	583	1,815
당기순이익	1,441	-1,174	-2,224	583	1,815
지배주주순이익	1,299	-1,315	-2,306	612	1,779
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.6	1.4	-2.5	-0.7	2.0
영업이익 증감율	-58.7	-104.2	552.4	-236.0	91.9
EBITDA 증감율	-29.7	-33.3	-2.7	36.6	15.3
지배주주순이익 증감율	-81.6	-201.2	75.4	-126.5	190.7
EPS 증감율	-81.6	적전	적지	흑전	190.6
매출총이익율(%)	12.9	4.0	2.3	7.9	10.9
영업이익율(%)	8.3	-0.3	-2.3	3.1	5.9
EBITDA Margin(%)	24.6	16.2	16.2	22.2	25.1
지배주주순이익율(%)	2.2	-2.2	-3.9	1.0	3.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,142	19,745	18,111	19,338	21,163
현금 및 현금성자산	2,370	1,358	577	1,896	3,447
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	191,286	197,059
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	67,836	69,508
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	49,825	51,604
비지배지분	1,283	1,349	1,431	1,402	1,438
자본총계	72,965	71,093	68,761	69,237	70,946

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	11,250	6,680	12,287	14,691	15,935
당기순이익	1,441	-1,174	-2,224	583	1,815
비현금항목의 가감	16,493	13,130	14,565	16,115	16,873
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	4,912	5,378
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	-2,078	-2,543
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	1,319	1,551
기초현금 및 현금성자산	3,051	2,370	1,358	577	1,896
기말현금 및 현금성자산	2,370	1,358	577	1,896	3,447

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	954	2,771
BPS	111,660	108,641	104,882	105,669	108,274
CFPS	27,937	18,623	19,223	26,012	29,111
DPS	790	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	18.9	-16.2	-7.7	25.2	8.7
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	0.22
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	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.2	8.2	8.5	6.3	5.6
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	0.3	0.9
ROE	1.8	-1.9	-3.4	0.9	2.6
ROIC	2.2	-0.8	-0.6	0.9	1.6
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	176.3	177.8
순차입금비율	70.2	81.8	90.7	93.9	95.1
이자보상배율	2.8	-0.1	-0.7	0.8	1.5
총차입금	55,594	61,631	65,318	69,318	73,318
순차입금	51,253	58,154	62,339	65,020	67,469
NOPLAT	14,727	9,817	9,554	13,049	15,039
FCF	-2,185	-6,488	-3,065	-1,455	-1,182

Compliance Notice

- 당사는 3월 9일 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

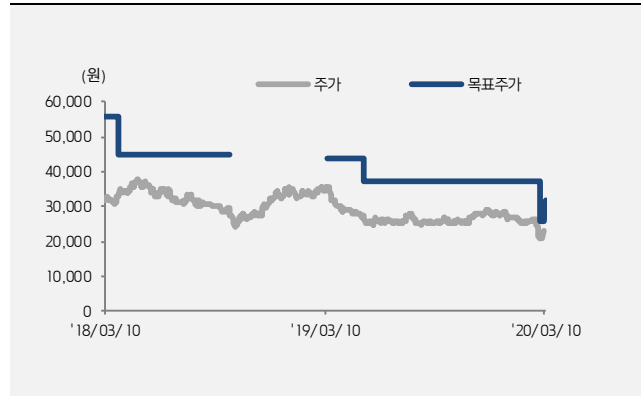
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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)	2018-02-14	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-41.82	-39.64
	2018-04-02	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-28.85	-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	-27.34	-20.95
	2020-03-02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-17.12	-12.31
	2020-03-10	BUY(Maintain)	32,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%