



BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(5/15): 22,200원

시가총액: 141,231억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/15)		1,927.28pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,250 원	16,250원
등락률	-24.8%	35.4%
수익률	절대	상대
1M	3.8%	0.0%
6M	-21.6%	-12.0%
1Y	-16.3%	-9.2%

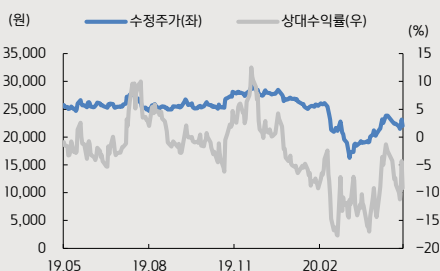
Company Data

발행주식수	641,964 천주
일평균 거래량(3M)	3,906천주
외국인 지분율	21.7%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	107,116원
주요 주주	한국산업은행 외 2 인
	51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	60,628	59,173	58,254	59,853
영업이익	-208	-1,277	3,143	3,907
EBITDA	9,817	9,852	15,451	16,404
세전이익	-2,001	-3,266	1,590	2,304
순이익	-1,174	-2,264	1,192	1,728
지배주주지분순이익	-1,315	-2,346	1,133	1,659
EPS(원)	-2,048	-3,654	1,765	2,584
증감률(%YoY)	적전	적지	흑전	46.4
PER(배)	-16.2	-7.6	13.1	9.0
PBR(배)	0.30	0.26	0.22	0.21
EV/EBITDA(배)	8.2	9.0	5.6	5.4
영업이익률(%)	-0.3	-2.2	5.4	6.5
ROE(%)	-1.9	-3.4	1.7	2.4
순부채비율(%)	81.8	100.9	99.9	99.6

Price Trend



한국전력 (015760)

턴어라운드 의 서막(序幕)



1분기 영업이익은 4,306억원으로 1분기실적 기준으로는 1Q17이후 3년만에 흑자전환에 성공하며 컨센서스에 부합했습니다. 더 긍정적인 점은 3월이후 급락한 유가로 인해 8월이후 턴어라운드가 가속화될 전망입니다. 한편, 6월말까지 전기요금체계 개편안 검토가 완료될 예정으로 하반기 일부 전기요금 인상여부도 주목할 필요가 있습니다. 현 주가는 12mf PBR 0.2X에 불과한 만큼 다시한번 매수를 강조합니다.

>>> 1Q20 실적은 3년만에 흑자전환하며 컨센서스 부합

1Q20 영업이익은 4,306억원으로 QoQ/YoY 흑자전환에 성공하며 컨센서스 4,470억원에 부합했고 키움증권 추정치 -1,420억원은 상회했다.

예년보다 덜 추운 날씨에 따라 전력판매량은 -1.8%YoY 감소해 여전히 부진했지만(키움 추정치 -2.0%YoY), 1) 원전이용률이 73.8%로 4Q19 59.6%대비 대폭 상승해 원전발전량이 +22%QoQ, +5%YoY 증가했고, 2) LNG가격 하락으로 외부전력 구입비가 -13% YoY감소해 수익성이 개선되며 1Q실적 기준으로는 1Q17이후 3년만에 흑자전환에 성공했다. 1Q20 LNG 구매단가는 톤당 64.4만원(-2%QoQ, -26%YoY)으로 당사 예상과 달리 4개분기 연속 하락했다.

특이점은 작년 12월부터 올해 3월까지 시행한 '미세먼지 계절 관리제'에 따라 1Q20 석탄발전 이용률이 58.6%로 -13.7%p YoY 하락해 예상보다 부진했는데, 이는 2Q20에는 상대적으로 전년(57.5%)대비 이용률이 상승해 실적개선에 기여가 예상된다. 한편, 호주 뉴캐슬항 석탄가격이 약 -30%YoY 하락했지만 한국전력의 1Q20 석탄 구매단가는 Mix별 차별적 가격등락에 따라 YoY변화가 미미해 일각에서 기대했던 실적 서프라이즈는 없었다(추후 반영 기대).

>>> 상반기가 턴어라운드 예고편이라면 하반기는 본편

한국전력의 유가 민감도는 배럴당 \$1 하락시 연간 영업이익이 약 1,100억원 개선되는 것으로 추정된다. 유가하락이 한국전력의 실적개선으로 반영되는 시차는 5~7개월로 3월이후 급락한 유가로 인해 8월부터 한국전력의 구입전력비가 급격히 떨어질 전망이며 연중 최대 전력 성수기인 3Q에 집중 반영되는 만큼 실적 개선효과는 극대화될 전망이다. 한편, 원달러환율은 10원 상승시 연간 영업이익은 700억원 감소해 원달러환율 상승이 유가하락에 따른 실적개선 효과를 일부 상쇄시킬 수 있지만 유가 하락폭에 비해 환율 상승폭은 상대적으로 미미해 턴어라운드에 걸림돌이 될 가능성은 제한적이다.

1Q20 실적과 최근 원재료가격을 반영해 2020E 및 2021E 영업이익 전망치를 3.1조원과 3.9조원으로 각각 70%, 10% 상향한다.

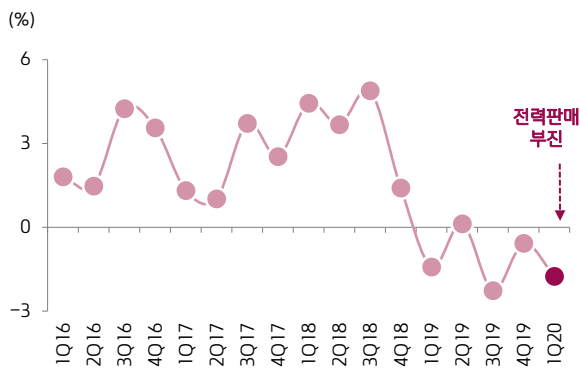
한편, 6월말까지 전기요금체계 개편안 검토가 완료될 예정으로 하반기 일부 전기요금 인상여부도 주목할 필요가 있다. 현 주가는 12mf PBR 0.2X에 불과한 만큼 매수를 강조하며 투자의견 Buy와 목표주가 32,000원을 유지한다.

한국전력 1Q20 잠정실적

(단위: 십억원)	1Q20P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q19	%QoQ	1Q19	%YoY
매출액	15,093	14,859	1.6	15,026	0.4	14,941	1.0	15,248	-1.0
영업이익	431	-142	흑자전환	447	-3.7	-1,587	흑자전환	-630	흑자전환
영업이익률(%)	2.9	-1.0		3.0		-10.6		-4.1	
세전이익	145	-401	흑자전환	130	11.3	-2,027	흑자전환	-796	흑자전환
순이익	54	-450	흑자전환	128	-58.1	-1,331	흑자전환	-761	흑자전환
지배주주순이익	23	-473	흑자전환	50	-54.5	-1,333	흑자전환	-788	흑자전환
두바이유(USD)	52	45	15.0			62	-17.1	64	-18.8
석탄-뉴캐슬(USD)	68	65	4.6			67	0.9	96	-29.0
원달러환율	1,194	1,200	-0.5			1,176	1.5	1,125	6.1

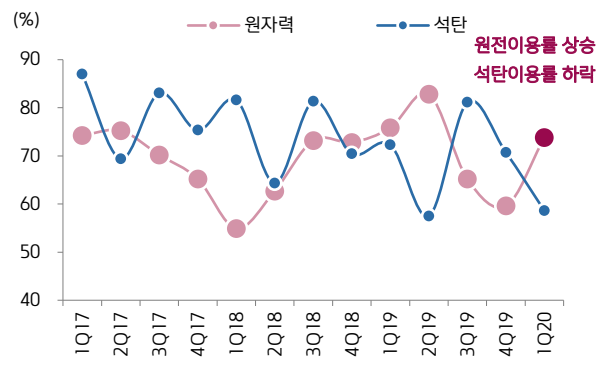
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



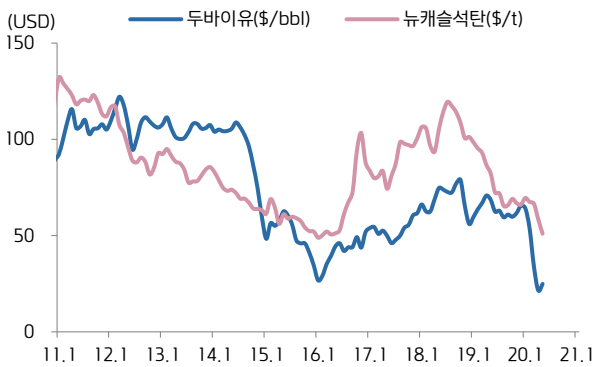
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이 및 전망



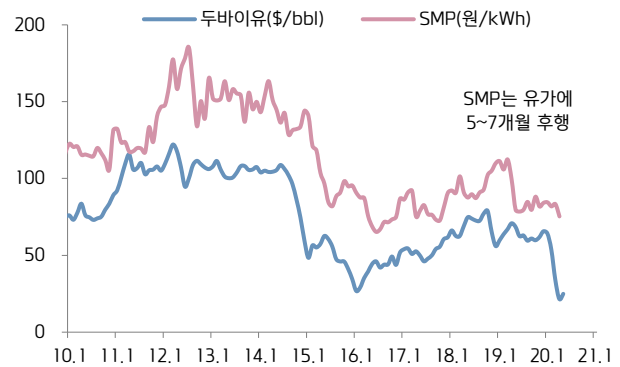
자료: 한국전력, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 SMP



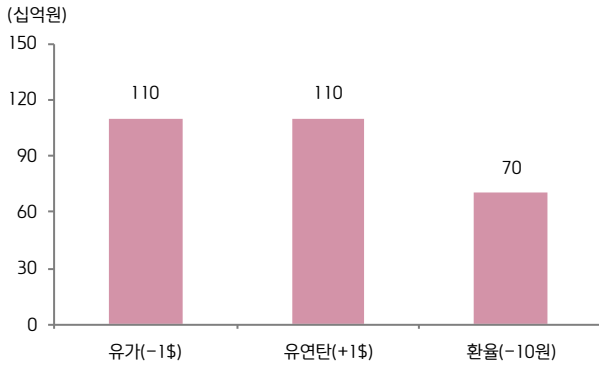
자료: 한국가스공사, 전력거래소, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	15,248	13,071	15,912	14,941	15,093	12,525	15,559	15,076
영업이익	-630	-299	1,239	-1,587	431	-52	2,720	44
영업이익률(%)	-4.1	-2.3	7.8	-10.6	2.9	-0.4	17.5	0.3
세전이익	-796	-750	307	-2,027	145	-476	2,296	-375
순이익	-761	-412	241	-1,331	54	-377	1,819	-303
지배주주순이익	-788	-448	223	-1,333	23	-374	1,801	-318
두바이유(USD)	64	67	61	62	52	25	30	35
석탄-뉴캐슬(USD)	96	81	68	67	68	55	55	60
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,200	1,200	1,200

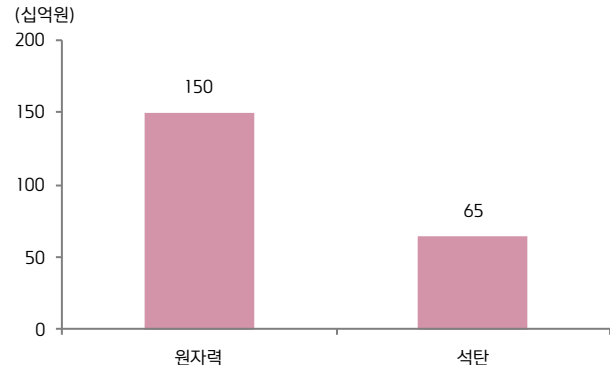
자료: 한국전력, 키움증권

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	58,254	59,853	61,841
영업이익	12,002	4,953	-208	-1,277	3,143	3,907	3,417
영업이익률	19.9	8.3	-0.3	-2.2	5.4	6.5	5.5
세전이익	10,513	3,614	-2,001	-3,266	1,590	2,304	1,776
순이익	7,148	1,441	-1,174	-2,264	1,192	1,728	1,332
지배순이익	7,049	1,299	-1,315	-2,346	1,133	1,659	1,279
EPS(지배주주)	10,980	2,023	-2,048	-3,654	1,765	2,584	1,992
BPS(지배주주)	111,725	111,660	108,641	105,140	107,116	109,910	112,113
ROE(지배주주)	10.2	1.8	-1.9	-3.4	1.7	2.4	1.8
두바이유(USD)	41	53	69	64	35	40	40
석탄-뉴캐슬(USD)	66	88	107	78	59	60	60
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,198	1,200	1,200

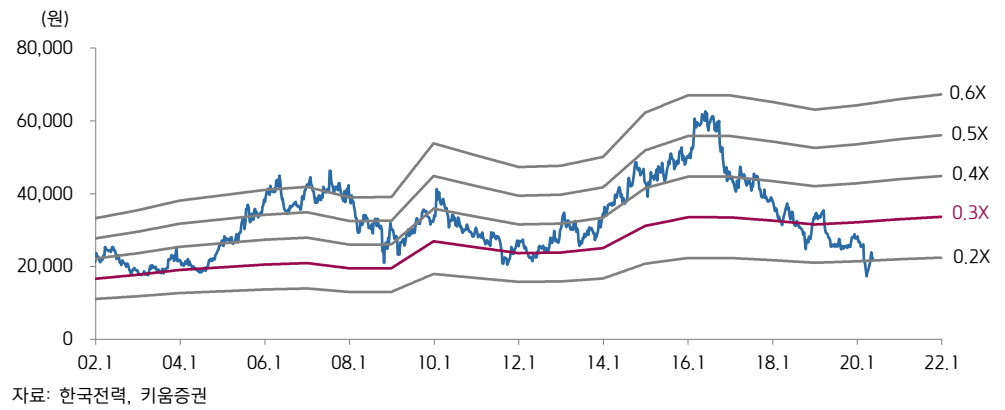
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

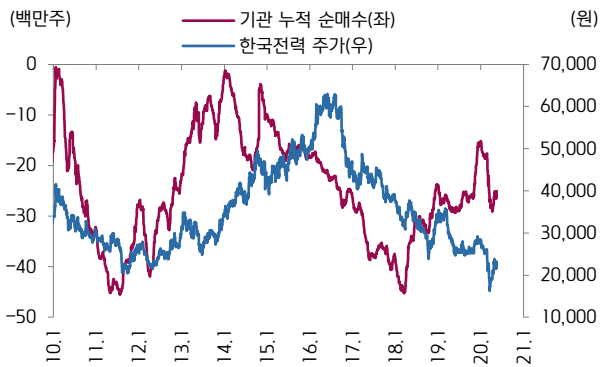
(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	58,707	59,855	58,254	59,853	-0.8	0.0
영업이익	1,846	3,543	3,143	3,907	70.3	10.3
영업이익률	3.1	5.9	5.4	6.5		
세전이익	777	2,420	1,590	2,304	104.5	-4.8
순이익	583	1,815	1,192	1,728	104.5	-4.8
지배순이익	612	1,779	1,133	1,659	85.0	-6.7
EPS(지배주주)	954	2,771	1,765	2,584	85.0	-6.7
BPS(지배주주)	105,669	108,274	107,116	109,910	1.4	1.5
ROE(지배주주)	0.9	2.6	1.7	2.4		
두바이유(USD)	41	40	35	40	-14.1	0.0
석탄-뉴캐슬(USD)	68	70	59	60	-11.9	-14.3
원달러환율	1,200	1,200	1,198	1,200	-0.1	0.0

자료: 한국전력, 키움증권

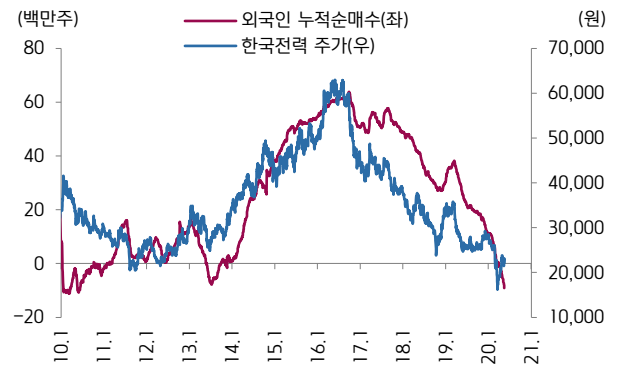
한국전력 12mf PBR 밴드



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	58,254	59,853	61,841
매출원가	58,208	57,780	52,463	53,165	55,504
매출충이익	2,420	1,393	5,791	6,688	6,337
판매비	2,628	2,670	2,648	2,781	2,920
영업이익	-208	-1,277	3,143	3,907	3,417
EBITDA	9,817	9,852	15,451	16,404	16,224
영업외손익	-1,793	-1,989	-1,553	-1,603	-1,641
이자수익	224	268	260	265	270
이자비용	1,868	2,047	2,061	2,117	2,159
외환관련이익	233	267	0	0	0
외환관련손실	589	673	0	0	0
총속 및 관계기업손익	358	214	214	214	214
기타	-151	-18	34	35	34
법인세차감전이익	-2,001	-3,266	1,590	2,304	1,776
법인세비용	-826	-1,002	397	576	444
계속사업순이익	-1,174	-2,264	1,192	1,728	1,332
당기순이익	-1,174	-2,264	1,192	1,728	1,332
지배주주순이익	-1,315	-2,346	1,133	1,659	1,279
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.4	-2.4	-1.6	2.7	3.3
영업이익 증감율	-104.2	513.9	-346.1	24.3	-12.5
EBITDA 증감율	-33.3	0.4	56.8	6.2	-1.1
지배주주순이익 증감율	-201.3	78.4	-148.3	46.4	-22.9
EPS 증감율	적전	적지	흑전	46.4	-22.9
매출충이익율(%)	4.0	2.4	9.9	11.2	10.2
영업이익률(%)	-0.3	-2.2	5.4	6.5	5.5
EBITDA Margin(%)	16.2	16.6	26.5	27.4	26.2
지배주주순이익률(%)	-2.2	-4.0	1.9	2.8	2.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
유동자산	19,745	19,483	19,254	19,954	20,613
현금 및 현금성자산	1,358	1,810	1,708	2,008	2,171
단기금융자산	2,402	1,619	1,619	1,619	1,619
매출채권 및 기타채권	7,709	7,642	7,556	7,764	8,021
재고자산	7,188	7,051	7,009	7,201	7,440
기타유동자산	1,088.0	1,361.0	1,362.0	1,362.0	1,362.0
비유동자산	165,504	178,115	180,127	183,368	185,771
투자자산	7,932	8,195	8,303	8,411	8,518
유형자산	152,743	164,702	166,644	169,808	172,132
무형자산	1,229	1,168	1,131	1,099	1,071
기타비유동자산	3,600	4,050	4,049	4,050	4,050
자산총계	185,249	197,598	199,381	203,321	206,385
유동부채	21,842	24,232	24,187	24,265	24,361
매입채무 및 기타채무	6,521	6,175	6,131	6,208	6,304
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	8,564
비유동부채	92,315	104,476	104,976	106,976	108,476
장기금융부채	53,299.8	63,453.5	63,953.5	65,953.5	67,453.5
기타비유동부채	39,015	41,023	41,023	41,023	41,023
부채총계	114,156	128,708	129,164	131,241	132,837
지배지분	69,744	67,496	68,764	70,558	71,972
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	50,335	51,994	53,273
비지배지분	1,349	1,393	1,453	1,522	1,575
자본총계	71,093	68,890	70,217	72,080	73,548

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
영업활동 현금흐름	6,680	8,213	15,777	16,096	15,932
당기순이익	-1,174	-2,264	1,192	1,728	1,332
비현금항목의 가감	13,130	15,769	16,676	17,093	17,310
유형자산감가상각비	9,906	10,972	12,171	12,364	12,678
무형자산감가상각비	119	157	137	132	128
지분법평가손익	-378	-260	0	0	0
기타	3,483	4,900	4,368	4,597	4,504
영업활동자산부채증감	-3,134	-3,193	83	-323	-401
매출채권및기타채권의감소	401	159	85	-207	-258
재고자산의감소	-1,772	-980	42	-192	-239
매입채무및기타채무의증가	186	-354	-44	77	96
기타	-1,949	-2,018	0	-1	0
기타현금흐름	-2,142	-2,099	-2,174	-2,402	-2,309
투자활동 현금흐름	-13,014	-13,499	-14,641	-16,057	-15,530
유형자산의 취득	-12,267	-14,000	-14,113	-15,529	-15,002
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	1,546	1,046
차입금의 증가(감소)	5,972	6,342	500	2,000	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	-102	300	163
기초현금 및 현금성자산	2,370	1,358	1,810	1,708	2,008
기말현금 및 현금성자산	1,358	1,810	1,708	2,008	2,171

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-2,048	-3,654	1,765	2,584	1,992
BPS	108,641	105,140	107,116	109,910	112,113
CFPS	18,623	21,038	27,834	29,319	29,039
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-16.2	-7.6	13.1	9.0	11.6
PER(최고)	-18.7	-9.9	16.3		
PER(최저)	-11.6	-6.7	8.8		
PBR	0.30	0.26	0.22	0.21	0.21
PBR(최고)	0.35	0.34	0.27		
PBR(최저)	0.22	0.23	0.15		
PSR	0.35	0.30	0.26	0.25	0.24
PCFR	1.8	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.6	5.4	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	0.6	0.9	0.7
ROE	-1.9	-3.4	1.7	2.4	1.8
ROIC	-0.8	-1.3	1.4	1.7	1.5
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	183.9	182.1	180.6
순차입금비율	81.0	100.9	99.9	99.6	99.5
이자보상배율	-0.1	-0.6	1.5	1.8	1.6
총차입금	61,318	72,947	73,447	75,447	76,947
순차입금	57,558	69,518	70,120	71,820	73,157
NOPLAT	9,817	9,852	15,451	16,404	16,224
FCF	-6,488	-7,905	535	-525	-134

Compliance Notice

- 당사는 5월 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

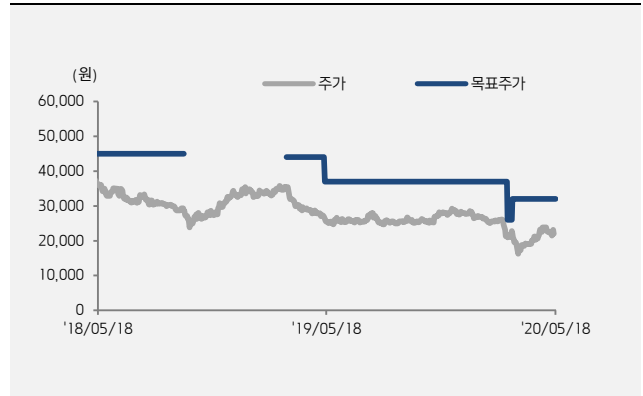
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력 (015760)	2018-04-02	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-28.85	-16.11
	*2019-03-05	BUY(Re-initiate)	44,000원	6개월	-30.99	-18.98
*담당자변경	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	-17.55	-12.31
	2020-03-09	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-35.68	-25.47
	2020-05-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%