

투자 의견(상향) Trading Buy

목표주가(12M, 상향) ▲ 26,000원

현재주가(20/03/09) 22,800원

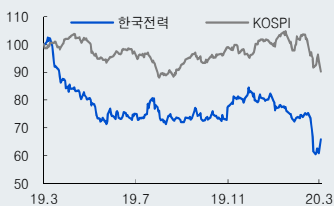
상승여력 14%

영업이익(19F, 십억원) -1,357
Consensus 영업이익(19F, 십억원) -452

EPS 성장률(19F, %) -
MKT EPS 성장률(19F, %) -35.2
P/E(19F, x) -
MKT P/E(19F, x) 13.8
KOSPI 1,954.77

시가총액(십억원) 14,637
발행주식수(백만주) 642
유동주식비율(%) 44.6
외국인 보유비중(%) 23.2
베타(12M) 일간수익률 0.60
52주 최저가(원) 20,950
52주 최고가(원) 35,500

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 -10.9 -8.6 -34.2
상대주가 0.8 -5.6 -28.1



[운송플랫폼/에너지]

류제현
02-3774-1738
jay.ryu@miraesasset.com

한국전력 (015760)

유가 하락이 가져올 진짜 호재

투자의견 Trading Buy로 상향: 목표주가 26,000원

한국전력에 대한 목표주가를 26,000원으로 제시하며 투자의견을 중립에서 Trading Buy로 상향한다. 원전 가동률 개선에도 불안했던 실적 전망은 유가의 급격한 하락을 맞아 실적 개선 가능성을 한층 높여주고 있다. 최근 유가 하락으로 반등했지만 동사의 주가는 여전히 PBR 0.2 배로 역사적 저점 수준이다. 그만큼 주가의 하방 리스크는 제한적이며, 외부 변수가 호의적인 상황에서는 언제든지 반등이 가능하다.

다만, 호의적인 비용 변수에도 불구하고, 아직까지 남아있는 실적 변수는 존재한다. 코로나19의 영향이 본격화되면서 1Q20~2Q20 매출에도 일부 영향을 미칠 가능성이 있다. 특히 경기 개선세가 둔화되면서 산업용 전기요금 인하에 대한 목소리가 높아지고 있는 것은 우려할 만 하다.

유가 하락으로 하반기 실적 개선 가능

유가 10% 하락 시 한국전력은 1조원 이상의 비용 감소가 예상된다. 최근 유가 하락으로 2020년 누적 평균 유가는 약 7% 가량 하락하고 있는 상태이다. 2020년 평균 WTI 45달러를 가정 시 전년 대비 유가 하락률은 30%에 달한다. 약 3~4조원의 비용 감소를 기대할 수 있다.

유가 하락은 유류 연료비 절감 외에, LNG 연료 및 SMP(구입전력비 단가)에 3~6개월의 시차를 두고 순차적으로 영향을 미친다. 유가는 2020년 들어 지속적으로 하락 추세를 보였고 원전 가동률도 개선되었기 때문에 실적 개선은 1Q20에 시작되어 3Q20부터 본격화될 것으로 기대된다. 2020년 및 2021년 영업이익 전망치를 각각 85%, 57% 상향 조정한다.

의미 있는 실적 개선이 필요: 원가 연동제 논의의 대전제

한국전력의 실적 개선 가능성은 분명 주가에는 호재이다. 하지만, 장기적인 주가 상승을 위해서는 전기요금에 대한 불확실성 제거가 선행되어야 한다. 더 나아가서는 구입전력비 연동제 실시에 대한 논의가 본격화되어야 한다. 외부 변수와는 관계 없이 환경 관련 비용(REC, ETS)은 지속적으로 증가할 수밖에 없기 때문이다.

이를 실현하기 위해서는 일단 한국전력의 실적이 자체적으로 투자보수율을 충족할 만큼 개선되어야 한다. 부진했던 2019년 실적을 기반으로 당장 연동제가 실시된다면 전기요금은 10% 가까운 인상 요인이 발생한다. 이는 분명 한국전력과 정부에 부담이 된다. 따라서 연동제에 대한 논의가 더 활발히 일어나기 위해서는 일단 전기요금 인상 요인이 크지 않아야 한다는 전제가 필요하다.

구체적으로 연간 영업이익 4~5조원 가량을 달성한다면 구입전력비 연동제 논의가 가능한 상황으로 판단된다. 현재 낮은 유가(30달러대) 및 높은 원전 가동률(80% 이상)이 유지되면 불가능한 상황만은 아니다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19P	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	59,815	60,628	59,093	61,325	62,037	63,277
영업이익 (십억원)	4,953	-208	-1,357	2,651	2,798	2,995
영업이익률 (%)	8.3	-0.3	-2.3	4.3	4.5	4.7
순이익 (십억원)	1,299	-1,315	-2,306	820	945	972
EPS (원)	2,023	-2,048	-3,592	1,278	1,472	1,514
ROE (%)	1.8	-1.9	-3.4	1.2	1.4	1.4
P/E (배)	18.9	-	-	17.8	15.5	15.1
P/B (배)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
배당수익률 (%)	2.1	0.0	0.0	0.4	0.9	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 유가 변동과 주요 실적 변수의 상관 관계

	2016	2017	2018	2019	2020E
WTI(USD/배럴)	32	53	65	57	45
(전년비 변화율, %)	-35.2	65.8	22.7	-12.2	-21.1
LNG 단가 (전년비 변화율, %)	-24.6	11.1	15.6	-5.3	-15.4
구입전력비 단가 (전년비 변화율, %)	-20.4	8.8	9.5	-2.9	-6.5
원전가동률	80%	71%	66%	70%	80%
영업이익(십억원)	12,002	4,953	-208	-1,357	2,651
ROE(%)	10.2	1.8	-1.9	-3.4	1.2

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	20F	21F	20F	21F	20F	21F	
매출액	61,325	62,037	61,325	62,037	0.0	0.0	LNG 가격 및 SMP 전망 하향
영업이익	1,431	1,786	2,651	2,798	85.3	56.6	
세전이익	-36	306	1,432	1,596	흑전	420.9	
순이익	-120	100	820	945	흑전	847.4	
EPS (KRW)	-187	155	1,278	1,472	흑전	847.4	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019P	2020F	2021F
매출액	15,248	13,071	15,912	14,861	15,894	13,959	16,523	14,948	59,093	61,325	62,037
전기판매수익	14,438	12,385	15,214	13,903	14,637	12,722	15,267	13,752	55,939	56,378	56,942
해외사업수익	359	369	355	463	280	240	240	160	1,546	920	736
기타	452	318	344	495	977	996	1,016	1,037	1,608	4,027	4,359
영업이익	-630	-299	1,239	-1,667	345	307	2,531	-531	-1,357	2,651	2,798
세전이익	-796	-750	307	-1,994	33	-4	2,233	-830	-3,233	1,432	1,596
순이익(지배)	-788	-448	223	-1,294	22	-3	1,341	-540	-2,306	820	945
영업이익률 (%)	-4.1	-2.3	7.8	-11.2	2.2	2.2	15.3	-3.6	-2.3	4.3	4.5
세전이익률 (%)	-5.2	-5.7	1.9	-13.4	0.2	0.0	13.5	-5.6	-5.5	2.3	2.6
순이익률 (%)	-5.2	-3.4	1.4	-8.7	0.1	0.0	8.1	-3.6	-3.9	1.3	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

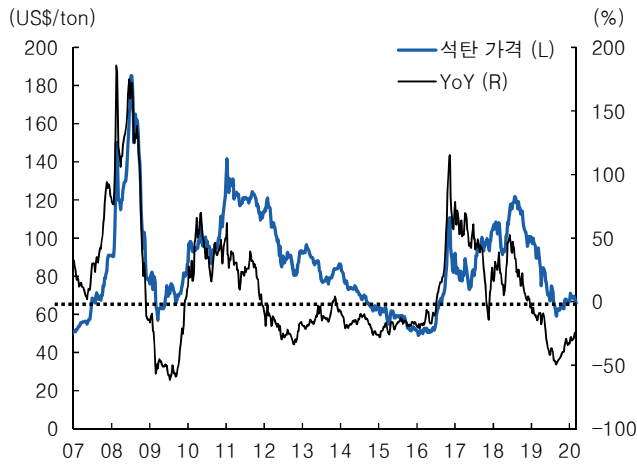
표 4. 원전별 가동 현황 및 일정

원전	호기	용량(MW)	출력(MW)	출력(%)	가동 예정일	정비 개시일	상태
고리	2호기	650	0	0	2020.06.26		
	3호기	950	1,047	100		-	
	4호기	950	1,047	100		-	
	신1호기	1,000	1,048	100		-	
	신2호기	1,000	1,051	100		-	
새울	신고리3호기	1,400	0	0	2020.03.15		원계획 20.02.05
	신고리4호기	1,400	1,495	100		-	19.08.29 상업운전 시작
한빛	1호기	950	1,033	100	2020.05.31 2020.09.30	2020.11.30	
	2호기	950	1,031	100		2020.06.09	19.02.16 가동
	3호기	1,000	0	0			원계획 19.09.19
	4호기	1,000	0	0			원계획 19.09.30
	5호기	1,000	1,055	100		2020.04.05	18.11 가동
	6호기	1,000	1,057	100		-	19.09.03 가동
월성	1호기	679	0	0	2020.04.23	-	18.06.20 폐쇄
	2호기	700	638	91		2020.09.11	
	3호기	700	0	0			원계획 19.10.25
	4호기	700	570	81		2020.07.22	
	신1호기	1,000	1,051	100		-	
	신2호기	1,000	1,054	100		-	
한울	1호기	950	1,015	100		2020.07.14	19.03.03 가동
	2호기	950	1,012	100		-	
	3호기	1,000	1,051	100		-	
	4호기	1,000	1,053	100		-	
	5호기	1,000	1,057	100		-	
	6호기	1,000	1,054	100		2020.08.03	19.03.21 가동
신한울	1호기	1,400	-	-	-	-	21.08 준공 예정
	2호기	1,400	-	-	-	-	21.08 준공 예정
합계		23,250	19,419	83.5			준공예정 제외 후 가동률

주: 2020년 3월 10일 19:13 기준

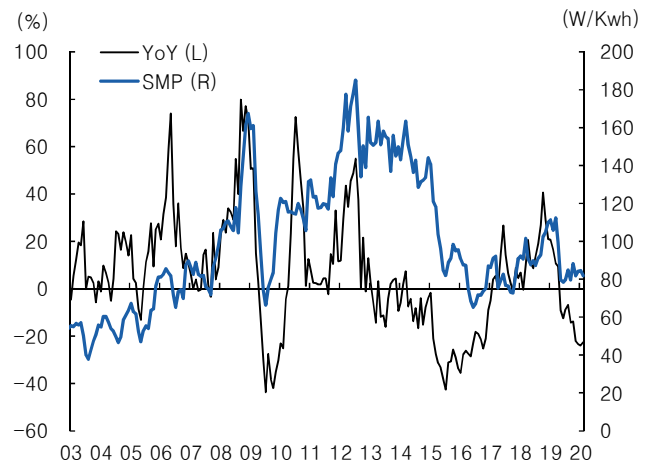
자료: 한국수력원자력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 석탄 가격 추이



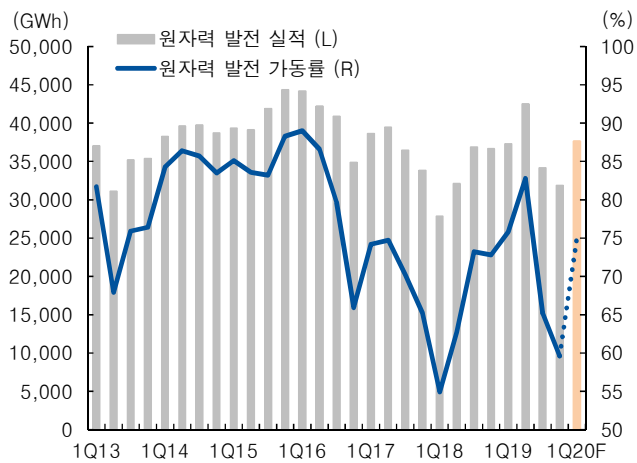
자료: Bloomberg, EPSIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. SMP 추이



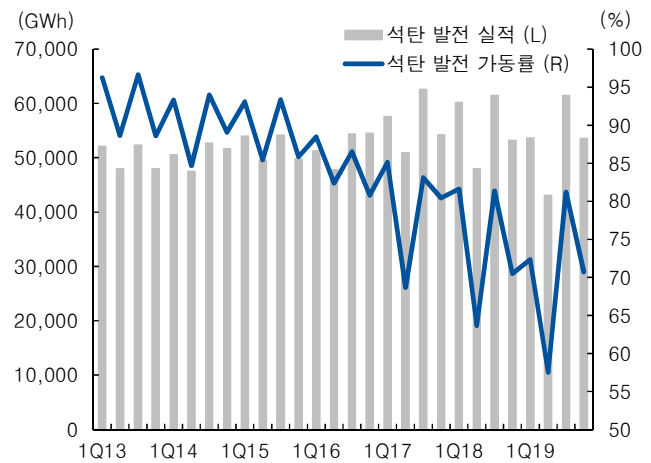
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



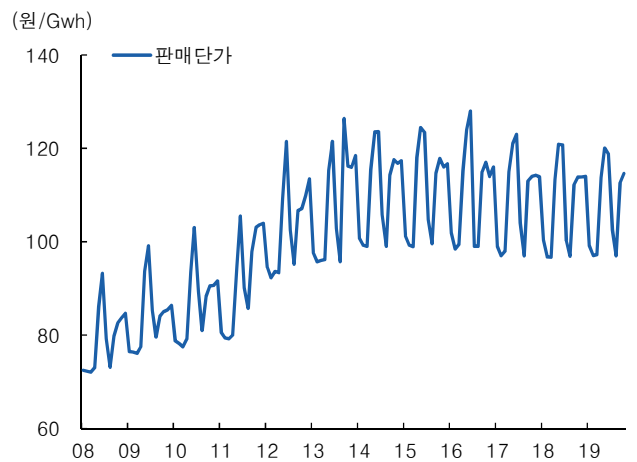
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



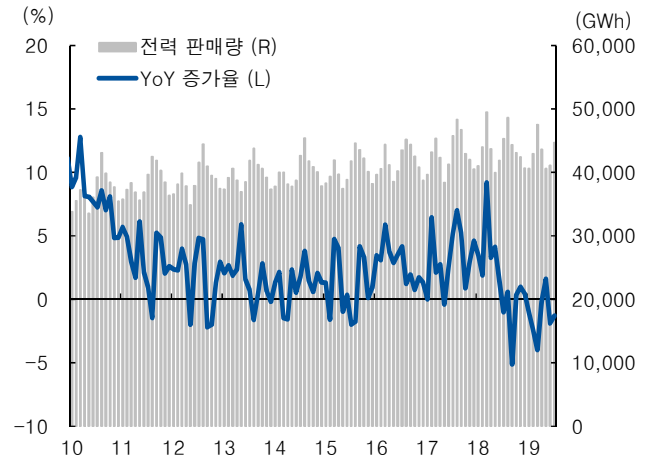
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



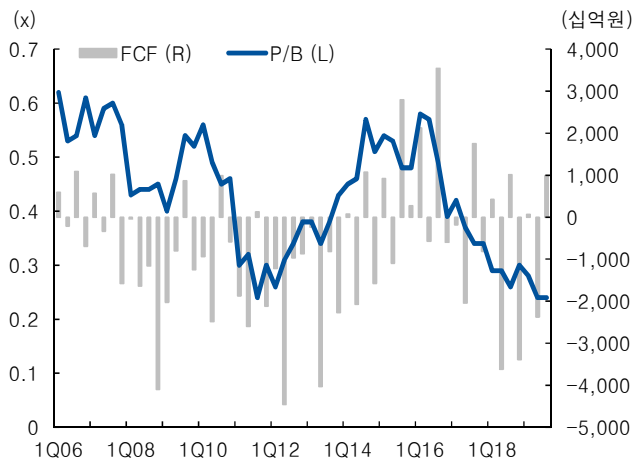
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 전력 판매량



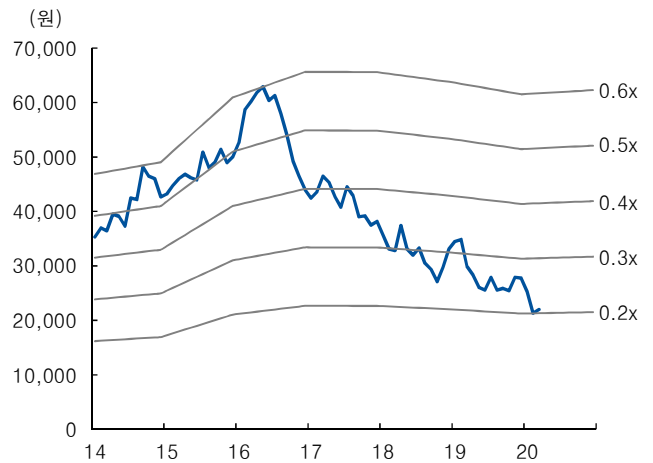
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. PBR vs. FCF



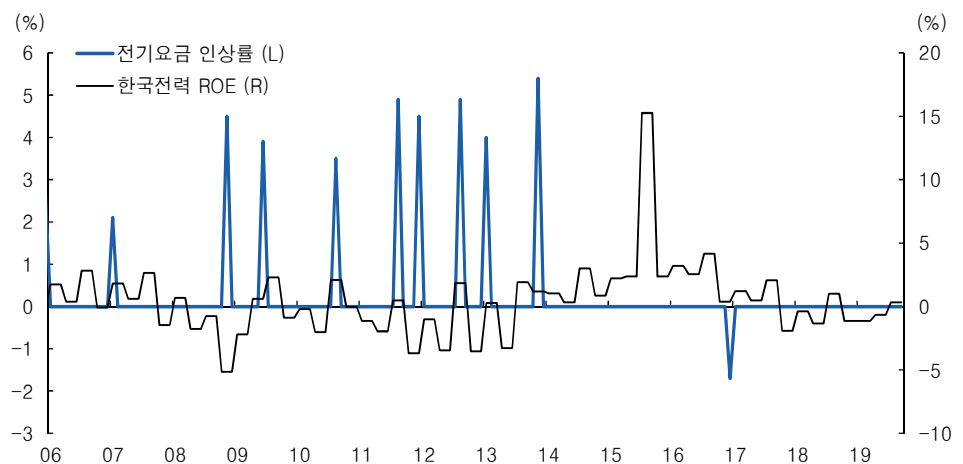
자료: Quantivise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. PBR 밴드



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 전기요금 인상률 vs. ROE



자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19P	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	59,093	61,325	62,037	63,277
매출원가	57,768	55,900	56,356	57,370
매출총이익	1,325	5,425	5,681	5,907
판매비와관리비	2,682	2,774	2,883	2,912
조정영업이익	-1,357	2,651	2,798	2,995
영업이익	-1,357	2,651	2,798	2,995
비영업손익	-1,876	-1,219	-1,202	-1,334
금융손익	-1,776	-1,748	-1,731	-1,544
관계기업등 투자손익	327	200	200	200
세전계속사업손익	-3,233	1,432	1,596	1,661
계속사업법인세비용	-1,009	501	558	593
계속사업이익	-2,224	931	1,037	1,067
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2,224	931	1,037	1,067
지배주주	-2,306	820	945	972
비지배주주	82	110	92	95
총포괄이익	-2,300	931	1,037	1,067
지배주주	-2,235	814	907	933
비지배주주	-65	117	130	134
EBITDA	9,423	13,220	12,898	12,203
FCF	-4,939	410	298	11,007
EBITDA 마진율 (%)	15.9	21.6	20.8	19.3
영업이익률 (%)	-2.3	4.3	4.5	4.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.9	1.3	1.5	1.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19P	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	21,351	21,475	21,714	25,552
현금 및 현금성자산	1,546	1,566	1,577	5,058
매출채권 및 기타채권	7,294	7,337	7,431	7,577
재고자산	7,040	7,081	7,172	7,315
기타유동자산	5,471	5,491	5,534	5,602
비유동자산	172,273	173,044	174,331	165,263
관계기업투자등	5,757	5,791	5,865	5,982
유형자산	159,766	160,615	161,919	152,802
무형자산	966	848	744	652
자산총계	193,624	194,519	196,045	190,815
유동부채	26,797	26,540	26,605	18,164
매입채무 및 기타채무	4,939	4,968	5,031	5,132
단기금융부채	13,280	12,943	12,835	4,118
기타유동부채	8,578	8,629	8,739	8,914
비유동부채	98,184	98,407	98,894	101,167
장기금융부채	60,261	60,261	60,261	61,761
기타비유동부채	37,923	38,146	38,633	39,406
부채총계	124,982	124,947	125,499	119,331
지배주주지분	67,246	68,067	68,947	69,791
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,070	2,070	2,070	2,070
이익잉여금	48,986	49,806	50,687	51,531
비지배주주지분	1,396	1,506	1,598	1,693
자본총계	68,642	69,573	70,545	71,484

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19P	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	6,110	11,710	11,598	11,007
당기순이익	-2,224	931	1,037	1,067
비현금수익비용가감	13,108	12,816	12,387	11,342
유형자산감가상각비	10,632	10,450	9,997	9,116
무형자산상각비	148	119	104	91
기타	2,328	2,247	2,286	2,135
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,290	210	460	732
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	389	-41	-89	-141
재고자산 감소(증가)	-726	-41	-90	-143
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-234	20	43	68
법인세납부	375	-501	-558	-593
투자활동으로 인한 현금흐름	-12,268	-11,319	-11,341	-64
유형자산처분(취득)	-10,793	-11,300	-11,300	0
무형자산감소(증가)	-136	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	67	-19	-41	-64
기타투자활동	-1,406	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	6,051	-337	-173	-7,345
장단기금융부채의 증가(감소)	11,910	-337	-108	-7,216
자본의 증가(감소)	-8	0	0	0
배당금의 지급	-95	0	-64	-128
기타재무활동	-5,756	0	-1	-1
현금의 증가	187	21	11	3,481
기초현금	1,358	1,546	1,566	1,577
기말현금	1,546	1,566	1,577	5,058

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/19P	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	-	17.8	15.5	15.1
P/CF (x)	1.6	1.1	1.1	1.2
P/B (x)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	9.2	6.3	6.5	6.0
EPS (원)	-3,592	1,278	1,472	1,514
CFPS (원)	16,954	21,413	20,912	19,330
BPS (원)	104,751	106,029	107,400	108,715
DPS (원)	0	100	200	400
배당성향 (%)	0.0	6.9	12.4	24.1
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.9	1.8
매출액증가율 (%)	-2.5	3.8	1.2	2.0
EBITDA증가율 (%)	-4.0	40.3	-2.4	-5.4
조정영업이익증가율 (%)	-	-	5.5	7.0
EPS증가율 (%)	-	-	15.2	2.9
매출채권 회전을 (회)	8.4	8.8	8.8	8.9
재고자산 회전을 (회)	8.3	8.7	8.7	8.7
매입채무 회전을 (회)	17.1	16.7	16.7	16.7
ROA (%)	-1.2	0.5	0.5	0.6
ROE (%)	-3.4	1.2	1.4	1.4
ROIC (%)	-0.8	1.1	1.2	1.3
부채비율 (%)	182.1	179.6	177.9	166.9
유동비율 (%)	79.7	80.9	81.6	140.7
순차입금/자기자본 (%)	98.8	96.9	95.4	79.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.7	1.3	1.4	1.5

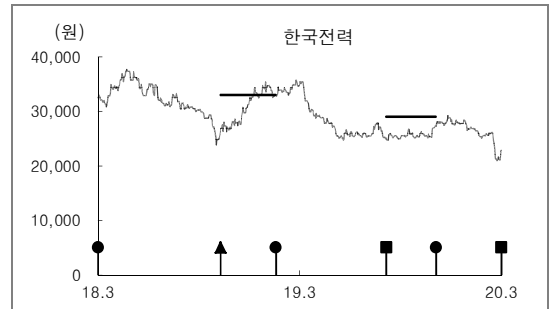
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

한국전력

유가 하락이 가져올 진짜 효과

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력(015760)				
2020.03.10	Trading Buy	26,000	-	-
2019.11.13	중립	-	-	-
2019.08.15	Trading Buy	29,000	-11.45	-5.52
2019.01.27	중립	-	-	-
2018.10.19	매수	33,000	-6.76	7.42
2018.05.08	1년 경과 이후		-	-
2017.05.08	중립	-	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.