

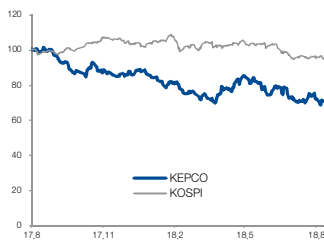
주주가치는 어디서 찾아야 하나

현재주가 (08/13)	31,150원
상승여력	38.0%
시가총액	19,997십억원
발행주식수	641,964천주
자본금/액면가	3,210십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	44,850원/30,350원
일평균 거래대금 (60일)	47십억원
외국인지분율	28.30%
주요주주	한국산업은행 외 2인
	51.14%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-0.2 -12.9 -7.0
상대주가(%)	2.6 -4.0 -0.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	401	3,097	43,000
After	-791	1,516	43,000
Consensus	457	3,588	43,667
Cons. 차이	-273.0%	-57.8%	-1.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 2Q18 실적은 당사전망치와 시장 기대치를 하회하는 부진한 실적 기록. 1회성 요인으로 영업외 손실 6,854억원 반영. 순손실 9,500억원 기록
- 하반기 실적 전망은 한시적 누진제 완화 및 원전 가동 일정 지연으로 하향 조정
- 역사적 저점의 Valuation. 추가 하락 여지가 많지 않지만, 투자 매력 회복에는 시간 필요

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2Q18 실적은 매출액 13.3조원(+3.2% yoy, -15.1% qoq) 영업손실 -6,871억원(적전 yoy, 적지 qoq) 기록하여 컨센서스 및 당사 전망을 하회하는 부진한 실적 기록
- 한시적 누진제 완화 효과 3,000억원 3Q18에 반영. 신고리 4호기, 신한울 1, 2호기 가동일정 불투명. 모델에는 3Q19, 2020으로 반영. 원전 가동일정 지연으로 우호적인 에너지 세제개편 효과에도 불구하고 2019년 전망치 하향
- **배당 투자 매력 회복되기 위해서는 최소 2년 이상의 시간이 필요**
 1. 한전 자회사 중 약 7,000억원 수준 대규모 순손실 기록. 언론에 따르면, 한수원이 월성 1호기 감가상각비 약 5,600억원을 2분기에 반영한 것으로 보도됨. 최근 한수원 Management는 언론과의 인터뷰에서 적자가 불가피 할 것으로 밝혔음
 2. 올해 한전 별도 배당수익 5,336억원 중 50% 이상인 2,812억원은 한수원 배당. 2019년 한수원 배당 불가 감안 시, 2019년에도 배당수익률 3% 수준 가정이 쉽지 않을 것
- **요금 정상화 의지와 방법 구체화 필요. 반복되는 예외적 요금 인하로 에너지전환정책에 따른 비용 상승에도 불구하고, 요금 인상 동반하는 정상화 가능성 점점 더 하락하는 현실**
- **한시적 요금인하 효과가 예상보다 크지 않을 수도 있음. 하지만, 현재 한전의 문제는 요금 인하 정도의 문제가 아님**

3) 주가전망 및 Valuation

- P/B 0.3x를 하회하는 Valuation은 5년간 순손실을 기록했던, 2008~2012 이후 가장 낮은 수준의 Valuation. 시장은 동사의 향후 불확실성을 당시 수준으로 바라보고 있음
- 이익을 회복하더라도, ROE는 1~3% 수준에 그칠 것. 특별한 이슈가 없다면, 3% 수준 배당 기대하기 위해서는 2년 이상의 시간이 필요할 전망. 주가 반등에는 시간이 필요할 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	60,190	12,002	7,049	20,963	10,980	-47.0	4.0	0.39	3.7	10.2	4.5
2017	59,815	4,953	1,299	14,727	2,023	-81.6	18.9	0.34	5.2	1.8	2.1
2018F	60,523	906	-508	10,884	-791	적전	N/A	0.28	7.0	-0.7	0.3
2019F	61,480	2,779	973	12,862	1,516	흑전	20.5	0.28	6.0	1.4	1.9
2020F	62,636	4,923	2,437	15,132	3,796	150.4	8.2	0.27	5.0	3.4	3.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국전력 2분기 잠정실적 요약

(십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	2Q18P	2Q17	1Q18	(YoY)	(QoQ)	2Q18	대비	2Q18	대비
매출액	13,337.2	12,925.5	15,706.0	3.2%	-15.1%	13,153.1	1.4%	13,456.2	-0.9%
영업이익	-687.1	846.5	-127.6	적전	적지	-591.3	16.2%	-581.5	18.2%
영업이익률	-5.2%	6.5%	-0.8%	-11.7%p	-4.3%p	-4.5%	-0.7%p	-4.3%	-0.8%p
세전이익	-1,700.0	583.2	-262.4	적전	적지	-923.0	84.2%	-906.7	87.5%
지배지분순이익	-949.2	327.2	-277.3	적전	적지	-674.4	40.7%	-760.7	24.8%

자료: 한국전력, Fnguide, 현대차증권

주: K-IFRS 연결 기준

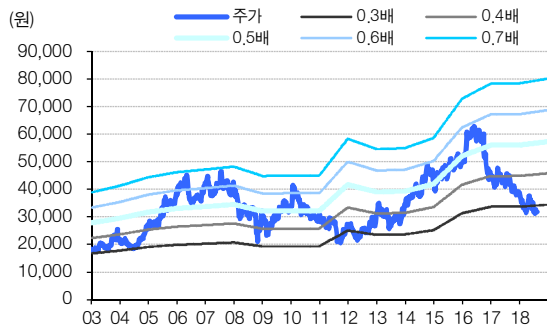
〈표2〉 실적추정 변경

(십억원)

	2018F					2019F				
	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이
매출액	60,523.4	60,370.7	0.3%	61,299.8	-1.3%	61,480.2	61,251.6	0.4%	63,464.4	-3.1%
영업이익	905.9	1,592.4	-43.1%	1,627.5	-44.3%	2,779.0	4,045.3	-31.3%	4,711.3	-41.0%
영업이익률	1.5%	2.6%	-1.1%p	2.7%	-1.2%p	4.5%	6.6%	-2.1%p	7.4%	-2.9%p
지배지분순이익	-507.6	257.2	-297.4%	293.3	-273.1%	973.2	1,988.4	-51.1%	2,303.6	-57.8%

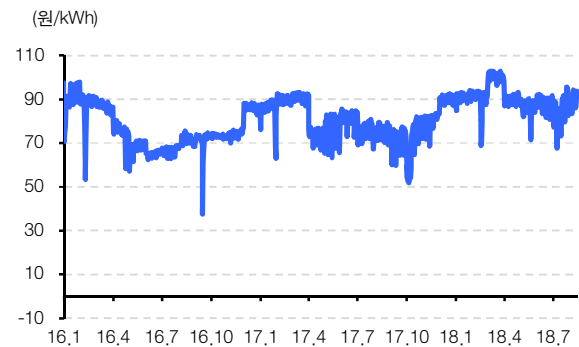
자료: 한국전력, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 P/B band Chart



자료: Wisefn, 현대차증권

〈그림2〉 SMP 상승 중



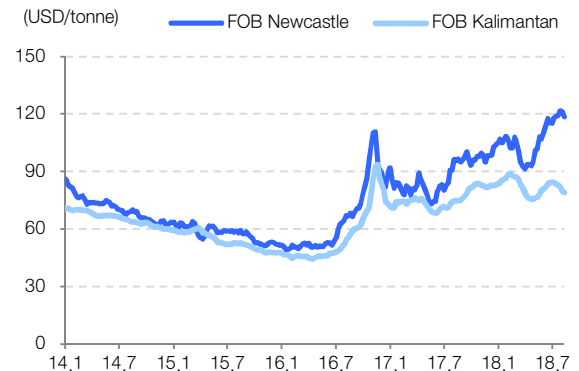
자료: EPSIS, 현대차증권

〈그림3〉 원전가동률(추정) 회복 중



자료: 한수원, 현대차증권

〈그림4〉 Global 석탄가격 강세 지속



자료: KOMIS, 현대차증권

〈표3〉 상세 실적전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
평균환율 (원/달러)	1,137	1,134	1,131	1,092	1,072	1,080	1,115	1,115	1,123	1,096	1,115
매출액 (십억 원)	15,147	12,926	16,188	15,555	15,706	13,337	16,320	15,161	59,815	60,523	61,480
전력판매수입	13,943	11,706	15,121	13,880	14,718	12,413	15,403	14,239	54,650	56,773	58,180
전력판매량 (GWh)	132,178	119,228	130,900	125,441	138,048	123,609	136,136	129,204	507,747	526,997	539,482
LNG	9,849	6,583	9,769	10,821	13,806	11,309	12,080	12,080	37,022	49,276	53,215
석탄	57,584	50,934	62,592	56,759	60,172	47,953	61,785	61,032	227,869	230,942	231,590
원자력	38,653	39,465	36,471	33,838	27,860	32,094	37,631	37,631	148,427	135,216	151,328
(yoy, %)	1.3%	1.0%	3.7%	2.5%	4.4%	3.7%	4.0%	3.0%	2.2%	3.8%	2.4%
전력판매 단가 (원/kwh)	109.8	103.3	116.0	108.4	109.8	102.2	114.3	108.4	109.5	108.8	109.3
국가전력수요	132,178	119,228	130,900	125,441	138,048	123,609	136,136	129,204	507,747	526,997	539,482
IPP 전력 구입 비중	21.6%	21.7%	22.1%	25.9%	26.6%	27.8%	25.5%	24.2%	22.8%	26.0%	26.2%
발전 Mix											
원자력	35.1%	39.6%	32.4%	32.3%	26.1%	34.0%	32.7%	33.1%	34.7%	31.5%	33.7%
석탄	52.3%	51.1%	55.6%	54.1%	56.3%	50.9%	53.7%	53.7%	53.3%	53.7%	51.6%
LNG	8.9%	6.6%	8.7%	10.3%	12.9%	12.0%	10.5%	10.6%	8.7%	11.5%	11.9%
기타	3.7%	2.8%	3.3%	3.3%	4.7%	3.1%	3.1%	2.5%	3.3%	3.4%	2.8%
영업비용	13,683	12,079	13,415	15,684	15,834	14,024	14,439	15,320	54,862	59,617	58,701
전력구입비	3,824	3,120	3,443	3,878	4,872	4,140	3,831	3,667	14,264	16,510	15,567
연료비	4,297	3,363	4,340	4,524	5,441	4,267	5,040	5,065	16,525	19,813	19,896
석탄	2,649	2,295	2,972	2,870	3,182	2,635	3,461	3,344	10,785	12,623	13,253
LNG	1,054	586	842	1,107	1,607	1,162	1,143	1,301	3,589	5,213	5,105
유류	224	107	136	179	308	129	116	103	647	657	268
원자력	314	324	284	263	224	252	305	305	1,186	1,085	1,225
수선유지비	416	530	520	647	434	582	546	679	2,111	2,240	2,329
감가상각비	2,120	2,131	2,195	2,251	2,286	2,335	2,345	2,356	8,697	9,321	9,515
기타	3,027	2,936	2,917	4,385	2,801	2,700	2,678	3,554	13,265	11,734	11,394
영업이익	1,463	847	2,773	-129	-128	-687	1,880	-160	4,953	906	2,779
OPM	9.7%	6.5%	17.1%	-0.8%	-0.8%	-5.2%	11.5%	-1.1%	8.3%	1.5%	4.5%
(yoy, %)	-59.4%	-68.7%	-37.3%	-110.2%	-108.7%	-181.2%	-32.2%	23.4%	-58.7%	-81.7%	206.8%
세전이익	1,390	583	2,187	-545	-262	-1,700	1,541	-487	3,614	-908	1,427
지배주주순이익	867	327	1,493	-1,388	-277	-949	1,051	-332	1,299	-508	973
NPM	5.7%	2.5%	9.2%	-8.9%	-1.8%	-7.1%	6.4%	-2.2%	2.2%	-0.8%	1.6%

자료: 한국전력, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	60,190	59,815	60,523	61,480	62,636
증가율 (%)	2.1	-0.6	1.2	1.6	1.9
매출원가	45,550	52,099	56,797	55,837	54,796
매출원가율 (%)	75.7	87.1	93.8	90.8	87.5
매출총이익	14,641	7,716	3,727	5,643	7,841
매출이익률 (%)	24.3	12.9	6.2	9.2	12.5
증가율 (%)	8.5	-47.3	-51.7	51.4	38.9
판매관리비	2,639	2,763	2,821	2,864	2,918
판매비율(%)	4.4	4.6	4.7	4.7	4.7
EBITDA	20,963	14,727	10,884	12,862	15,132
EBITDA 이익률 (%)	34.8	24.6	18.0	20.9	24.2
증가율 (%)	6.5	-29.7	-26.1	18.2	17.6
영업이익	12,002	4,953	906	2,779	4,923
영업이익률 (%)	19.9	8.3	1.5	4.5	7.9
증가율 (%)	5.8	-58.7	-81.7	206.8	77.1
영업외손익	-1,351	-1,231	-2,015	-1,352	-1,349
금융수익	792	1,531	300	174	175
금융비용	2,437	3,128	2,056	1,926	1,924
기타영업외손익	295	367	-259	400	400
중속/관계기업관련손익	-137	-108	201	0	0
세전계속사업이익	10,513	3,614	-908	1,427	3,573
세전계속사업이익률	17.5	6.0	-1.5	2.3	5.7
증가율 (%)	-43.6	-65.6	적전	흑전	150.4
법인세비용	3,365	2,173	-435	485	1,215
계속사업이익	7,148	1,441	-473	942	2,358
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,148	1,441	-473	942	2,358
당기순이익률 (%)	11.9	2.4	-0.8	1.5	3.8
증가율 (%)	-46.7	-79.8	적전	흑전	150.4
지배주주지분 순이익	7,049	1,299	-508	973	2,437
비지배주주지분 순이익	100	143	34	-31	-79
기타포괄이익	-2	-95	29	0	0
총포괄이익	7,146	1,347	-445	942	2,358

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	16,521	11,250	9,301	11,597	13,116
당기순이익	7,148	1,441	-473	942	2,358
유형자산 상각비	8,881	9,660	9,860	9,976	10,113
무형자산 상각비	80	114	118	107	96
외환손익	253	-903	-10	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2,233	-2,684	-501	572	548
기타	2,391	3,621	307	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-9,646	-12,607	-11,204	-12,218	-11,528
투자자산의 감소(증가)	18	799	-698	-317	-328
유형자산의 감소	208	86	25	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12,029	-12,536	-12,212	-12,000	-11,200
기타	2,157	-955	1,681	99	0
재무활동으로인한현금흐름	-7,637	746	1,693	237	-383
차입금의 증가(감소)	-103	1,060	1,040	302	2
사채의증가(감소)	-6,048	263	1,755	0	0
자본의 증가	38	-1	0	0	0
배당금	-2,105	-1,356	-507	-64	-385
기타	580	780	-595	0	0
기타현금흐름	31	-70	-619	0	0
현금의증가(감소)	-732	-682	-829	-384	1,204
기초현금	3,783	3,051	2,370	1,541	1,157
기말현금	3,051	2,370	1,541	1,157	2,361

(단위: 십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	19,709	19,142	16,735	16,488	17,906
현금성자산	3,051	2,370	1,541	1,157	2,361
단기투자자산	2,684	1,971	1,083	984	984
매출채권	7,188	7,326	6,599	6,720	6,830
채고자산	5,479	6,002	5,877	5,985	6,082
기타유동자산	1,305	1,473	1,635	1,641	1,648
비유동자산	158,129	162,647	165,907	168,141	169,460
유형자산	145,743	150,882	153,283	155,306	156,393
무형자산	983	1,190	1,099	992	896
투자자산	8,168	7,370	8,067	8,384	8,712
기타비유동자산	3,234	3,205	3,459	3,459	3,459
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	177,837	181,789	182,642	184,628	187,365
유동부채	24,739	23,424	24,196	24,310	24,418
단기차입금	806	1,038	1,608	1,608	1,608
매입채무	2,610	2,937	2,412	2,456	2,496
유동성장기부채	8,134	8,085	7,513	7,513	7,513
기타유동부채	13,190	11,364	12,663	12,733	12,801
비유동부채	80,047	85,400	86,974	87,968	88,624
사채	42,926	43,189	44,944	44,944	44,944
장기차입금	1,774	2,435	2,960	3,260	3,260
장기금융부채 (리스포함)	555	643	708	708	708
기타비유동부채	34,792	39,133	38,361	39,056	39,712
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	104,786	108,824	111,170	112,278	113,042
지배주주지분	71,724	71,681	70,190	71,099	73,151
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,077	2,077	2,077
자본조정 등	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄이익누계액	-34	-271	-315	-315	-315
이익잉여금	53,174	53,371	51,923	52,832	54,884
비지배주주지분	1,327	1,283	1,282	1,251	1,172
자본총계	73,051	72,965	71,472	72,350	74,323

(단위: 원배,%)

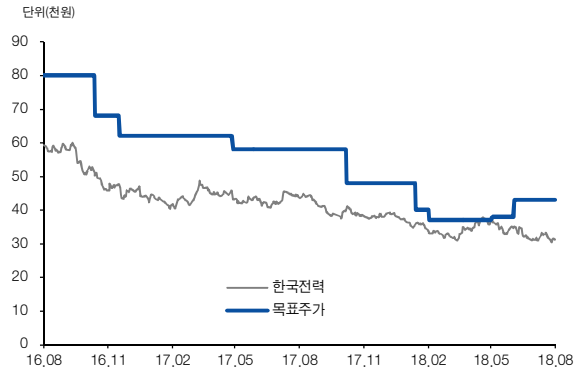
주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	11,135	2,245	-737	1,467	3,674
EPS(지배순이익 기준)	10,980	2,023	-791	1,516	3,796
BPS(자본총계 기준)	113,792	113,658	111,334	112,701	115,775
BPS(지배지분 기준)	111,725	111,660	109,336	110,752	113,949
DPS	1,980	790	100	600	1,000
P/E(당기순이익 기준)	4.0	17.0	N/A	21.2	8.5
P/E(지배순이익 기준)	4.0	18.9	N/A	20.5	8.2
P/B(자본총계 기준)	0.39	0.34	0.28	0.28	0.27
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	3.7	5.2	7.0	6.0	5.0
배당수익률	4.5	2.1	0.3	1.9	3.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-46.7	-79.8	적전	흑전	150.4
EPS(지배순이익 기준)	-47.0	-81.6	적전	흑전	150.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.1	2.0	-0.7	1.3	3.2
ROE(지배순이익 기준)	10.2	1.8	-0.7	1.4	3.4
ROA	4.0	0.8	-0.3	0.5	1.3
안정성 (%)				-0.4	
부채비율	143.4	149.1	155.5	155.2	152.1
순차입금비용	66.5	70.2	77.2	77.4	73.7
이자보상배율	6.8	2.8	0.5	1.4	2.6

* K-IFRS 연결기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/07/03	BUY	58,000	-25.0	-21.6
17/08/08	BUY	58,000	-27.0	-21.6
17/10/16	BUY	58,000	-27.1	-21.6
17/10/19	BUY	48,000	-18.1	-14.4
17/11/08	BUY	48,000	-19.8	-14.4
17/12/08	BUY	48,000	-20.9	-14.4
18/01/26	M,PERFORM	40,000	-11.8	-16.3
18/02/14	M,PERFORM	37,000	-11.7	-16.6
18/04/05	M,PERFORM	37,000	-10.1	-16.6
18/04/24	M,PERFORM	37,000	-8.1	-16.6
18/05/15	M,PERFORM	38,000	-8.9	-13.4
18/06/15	BUY	43,000	-24.9	-18.8
18/07/24	BUY	43,000	-25.1	-18.8
18/08/14	BUY	43,000	-	-

▶ 최근 2년간 한국전력 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주가사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.07.01~2018.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.87%
보유	16건	10.13%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.