

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우
jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	3,210 십억원
발행주식수	64,196 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	24,651 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	31.60%
배당수익률	5.20%

Stock Data

주가(17/09/25)	38,400 원
KOSPI	2,380.4 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	58,600 원
52주 최저가	38,400 원
60일 평균 거래대금	48 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.2%	-13.3%
6개월	-19.1%	-26.3%
12개월	-36.0%	-44.8%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 55,000 원(하향))

3Q17 preview: 이미 악재를 반영한 valuation

3Q17 영업이익은 2 조 4,398 억원으로 추정되어 컨센서스를 -20.8% 하회할 것으로 예상함. 석탄 / LNG 등의 가격상승으로 인한 전력구매비용의 압박이 spread 를 촉소시켰음. 석탄가격 상승은 차후 몇 개 분기에서 지속 압박요인일 것이고, 정부의 가스발전소 중심 중장기 전력수급계획도 우호적인 환경은 아님. 다만 이미 이를 반영해 PBR 0.3x 까지 하락한 주가에서는 추가하락보다는 반등에 대한 고민을 해볼만한 시점임

3Q17 영업이익 2 조, 4,398 억원(QoQ +188.2% / YoY -44.9%) 추정

9/24 기준 컨센서스 3 조 808 억원을 -20.8% 하회하는 수치임. 전년동기대비 -44.9% 나 하락한 실적 악세가 예상되는데, 원인은 석탄 / LNG 등의 전력구매비용의 상승에 따른 spread 압박이 불가피하기 때문인 것으로 판단함. SMP 역시 지속적인 상승기조를 보이면서 단기 실적에는 악재로 작용하였음

점점 불투명해지는 사업 여건, 그러나 저점에 근접한 valuation

단기적으로 최근 상승한 석탄가격은 통상 그렇듯 2 개 분기 이후 정도부터 spread 압박 요인으로 작용하게 될 것임. 또한 정부의 가스발전소 중심 중장기 전력수급계획도 동사에게 있어서는 긍정적으로 작용할 것이 없는 상황임. 하지만 이런 악재들이 반영되어 현재 동사의 PBR 은 역사적 저점인 0.3x 내외까지 하락하였음. 한국전력의 우량한 가치를 감안한다면 충분히 낮은 valuation 이기 때문에 추가하락 여력은 높지 않다고 판단함

목표주가 60,000 원 → 55,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

석탄가격 상승에 따른 단기이익 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 다만 낮은 valuation 매력을 감안할 때 현재 주가는 매수를 고민해볼 수 있는 시점임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	57,474.9	58,957.7	60,190.4	56,020.3	54,233.6	54,794.6
yoY	%	6.4	2.6	2.1	(6.9)	(3.2)	1.0
영업이익	십억원	5,787.6	11,346.7	12,001.6	6,318.3	5,793.3	6,345.4
yoY	%	281.0	96.1	5.8	(47.4)	(8.3)	9.5
EBITDA	십억원	13,661.0	19,688.1	20,962.6	15,989.9	15,483.5	16,035.7
세전이익	십억원	4,229.3	18,655.8	10,513.5	5,021.8	3,946.9	4,552.8
순이익(지배주주)	십억원	2,686.9	13,289.1	7,048.6	3,348.0	2,788.2	3,216.2
영업이익률%	%	10.1	19.2	19.9	11.3	10.7	11.6
EBITDA%	%	23.8	33.4	34.8	28.5	28.5	29.3
순이익률	%	7.4	31.6	17.5	9.0	7.3	8.3
EPS	원	4,185	20,701	10,980	5,215	4,343	5,010
PER	배	10.2	24	4.0	7.3	8.8	7.6
PBR	배	0.47	0.44	0.36	0.31	0.30	0.29
EV/EBITDA	배	6.1	3.9	3.3	4.5	4.6	4.4
ROE	%	5.2	22.1	10.2	4.6	3.8	4.3
순차입금	십억원	55,729	43,800	41,016	47,035	46,456	45,575
부채비율	%	198.6	157.9	143.4	144.7	141.3	137.3

3Q17 preview

(단위 %, 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	15,943.5	15,286.1	15,146.6	12,925.5	14,636.4	(8.2)	13.2	15,960.8	(8.3)
영업이익	4,424.2	1,267.6	1,463.2	846.5	2,439.8	(44.9)	188.2	3,080.8	(20.8)
세전이익	4,120.2	480.3	1,389.6	583.2	1,960.5	(52.4)	236.2	2,717.8	(27.9)
지배순이익	2,913.4	273.3	866.9	327.2	1,385.0	(52.5)	323.3	1,763.5	(21.5)
영업이익률	27.7	8.3	9.7	6.5	16.7	(11.1)	10.1	19.3	(2.6)
세전이익률	25.8	3.1	9.2	4.5	13.4	(12.4)	8.9	17.0	(3.6)
지배주주순이익률	18.3	1.8	5.7	2.5	9.5	(8.8)	6.9	11.0	(1.6)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	4.4%	ROE(지배주주지분)	10.2%	4.3%	4.1%	4.4%	5.0%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE		4.4%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.43						
3Q18E EPS(지배주주지분)	128,568						
Target Price	55,298						

자료: 한국전력, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	10,980	5,033	4,970	5,470	6,381
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,243				
4Q17E EPS	5,033				
4Q18E EPS	4,970				

Multiple	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
TP by weighted EPS	31,455	36,698	41,940	47,183	52,425	57,668	62,910	68,153	73,396	78,638
TP by 3Q17E EPS	30,198	35,231	40,264	45,297	50,329	55,362	60,395	65,428	70,461	75,494
TP by 3Q18E EPS	29,821	34,791	39,761	44,731	49,701	54,672	59,642	64,612	69,582	74,552

자료: 한국전력, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

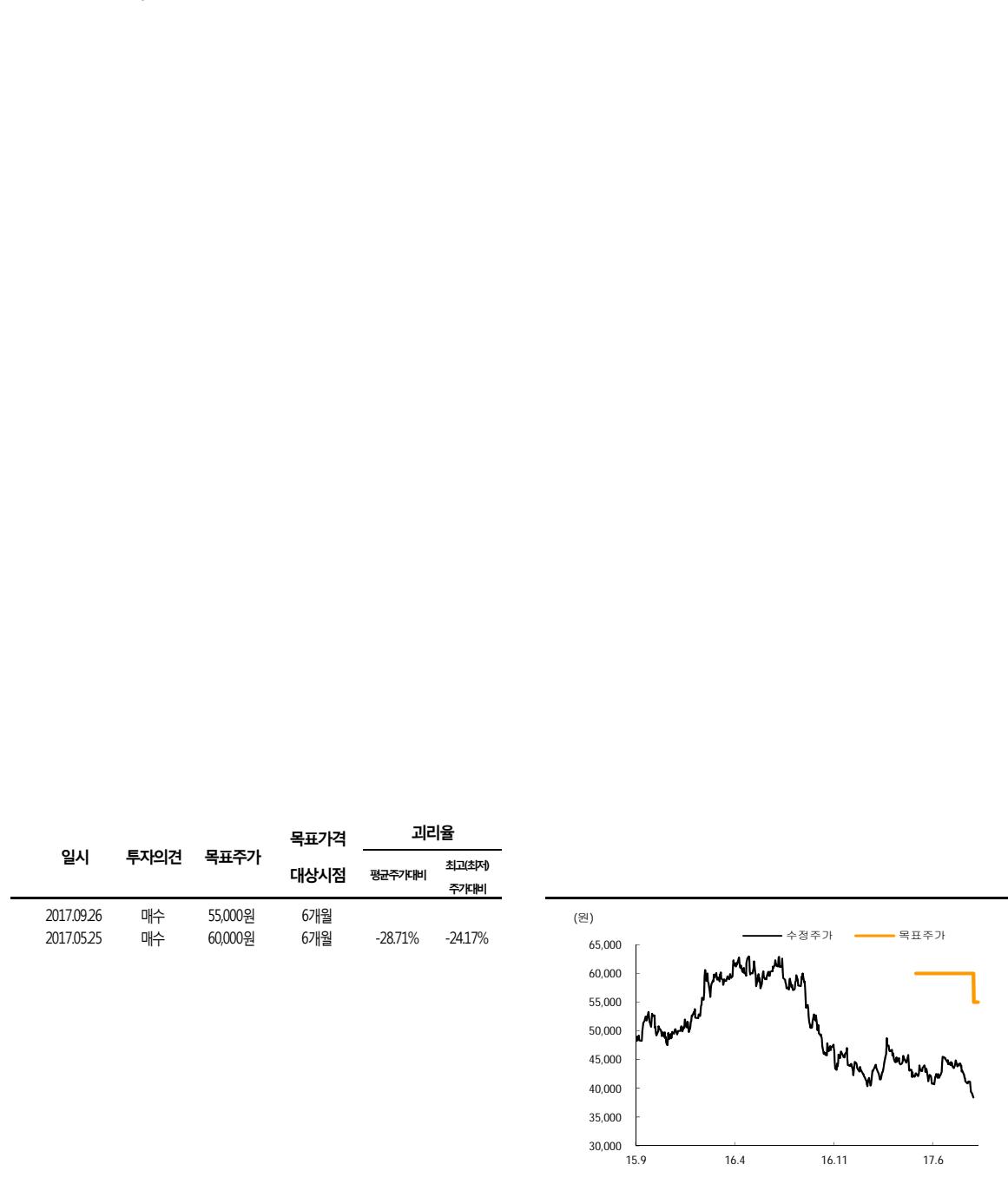
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	60,190.4	60,789.3	62,112.2	60,190.4	56,020.3	54,233.6	0.0%	-7.8%	-12.7%
YoY %	2.1%	1.0%	2.2%	2.1%	-6.9%	-3.2%			
영업이익	12,001.6	7,879.5	8,018.4	12,001.6	6,318.3	5,793.3	0.0%	-19.8%	-27.8%
YoY %	5.8%	-34.3%	1.8%	5.8%	-47.4%	-8.3%			
EBITDA	20,962.6	17,494.9	17,633.8	20,962.6	15,989.9	15,483.5	0.0%	-8.6%	-12.2%
YoY %	6.5%	-16.5%	0.8%	6.5%	-23.7%	-3.2%			
순이익	7,048.6	5,248.2	5,400.7	7,048.6	3,348.0	2,788.2	0.0%	-36.2%	-48.4%
YoY %	-47.0%	-25.5%	2.9%	-47.0%	-52.5%	-16.7%			

자료: 한국전력, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	16,586.6	15,191.7	16,338.3	13,904.1	14,636.4	13,311.7	14,400.7	11,743.7	-11.8%	-12.4%	-11.9%	-15.5%
YoY %	4.0%	-0.6%	7.9%	0.3%	-8.2%	-12.9%	-4.9%	-9.1%				
QoQ %	19.6%	-8.4%	7.5%	-14.9%	13.2%	-9.1%	8.2%	-18.5%				
영업이익	3,257.5	1,955.2	2,033.6	1,845.9	2,439.8	1,568.9	1,645.2	1,263.3	-25.1%	-19.8%	-19.1%	-31.6%
YoY %	-26.4%	54.2%	39.0%	53.4%	-44.9%	23.8%	12.4%	49.2%				
QoQ %	170.6%	-40.0%	4.0%	-9.2%	188.2%	-35.7%	4.9%	-23.2%				
EBITDA	5,661.3	4,359.1	4,437.5	4,249.8	4,862.4	3,991.4	4,067.8	3,685.9	-14.1%	-8.4%	-8.3%	-13.3%
YoY %	-15.5%	18.8%	14.8%	17.8%	-27.4%	8.8%	5.2%	12.7%				
QoQ %	56.9%	-23.0%	1.8%	-4.2%	48.7%	-17.9%	1.9%	-9.4%				
순이익	2,210.6	1,317.7	1,359.3	1,263.9	1,385.0	769.0	816.1	591.2	-37.3%	-41.6%	-40.0%	-53.2%
YoY %	-24.1%	382.1%	56.8%	48.2%	-52.5%	181.4%	-5.9%	80.7%				
QoQ %	159.2%	-40.4%	3.2%	-7.0%	323.3%	-44.5%	6.1%	-27.6%				

자료: 한국전력, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 26일 기준)

매수	90.63%	중립	9.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	22,025	19,709	18,190	18,841	19,870
현금및현금성자산	3,783	3,051	2,196	2,775	3,656
매출채권및기타채권	7,141	7,523	6,826	6,861	6,933
재고자산	4,946	5,479	5,986	6,016	6,079
비유동자산	153,232	158,129	163,075	164,232	165,500
장기금융자산	3,437	3,618	2,358	2,358	2,358
유형자산	141,361	145,743	151,750	152,906	154,175
무형자산	858	983	1,177	1,177	1,177
자산총계	175,257	177,837	181,265	183,072	185,370
유동부채	22,711	24,739	25,022	25,042	25,082
단기금융부채	7,974	9,064	10,697	10,697	10,697
매입채무 및 기타채무	3,337	4,109	3,892	3,911	3,952
단기충당부채	1,579	2,000	2,322	2,322	2,322
비유동부채	84,604	80,047	82,159	82,159	82,159
장기금융부채	51,605	45,256	46,666	46,666	46,666
장기매입채무 및 기타채무	3,068	3,041	3,025	3,025	3,025
장기충당부채	12,872	13,435	13,441	13,441	13,441
부채총계	107,315	104,786	107,181	107,201	107,241
지배주주지분	66,634	71,724	72,744	74,531	76,789
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,041	2,079	15,374	15,374	15,374
기타자본구성요소	13,295	13,295	(0)	(0)	(0)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	48,187	53,174	54,160	55,948	58,205
비자매주주지분	1,308	1,327	1,340	1,340	1,340
자본총계	67,942	73,051	74,084	75,872	78,129
부채와자본총계	175,257	177,837	181,265	183,072	185,370

현금흐름표

월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	16,828	16,445	13,082	15,103	15,517
당기순이익(순실)	13,416	7,148	3,622	3,059	3,528
비현금성항목등	8,790	16,694	13,390	12,096	12,096
유형자산감가상각비	8,341	8,961	9,672	9,690	9,690
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(449)	(7,733)	(3,718)	(2,406)	(2,406)
운전자본감소(증가)	(2,440)	(2,309)	(1,343)	(52)	(107)
매출채권및기타채권의 감소증가)	396	(370)	812	(33)	(67)
재고자산감소(증가)	(409)	(533)	(507)	(30)	(62)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(1,166)	653	(472)	11	22
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	5,239	3,365	1,162	897	897
투자활동현금흐름	(9,659)	(9,570)	(14,756)	(10,847)	(10,959)
금융자산감소(증가)	(5,010)	2,732	703	0	0
유형자산감소(증가)	(4,206)	(11,821)	(15,194)	(10,847)	(10,959)
무형자산감소(증가)	(87)	(124)	(49)	0	0
기타	(355)	(358)	(216)	0	0
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	1,018	(1,271)	(1,271)
단기금융부채증가(감소)	(65)	(50)	2,902	0	0
장기금융부채증가(감소)	(4,892)	(5,566)	655	0	0
자본의증가(감소)	9,844	208	0	0	0
배당금의 지급	426	2,105	2,593	1,271	1,271
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	1,987	(732)	(855)	579	881
기초현금	1,796	3,783	3,051	2,196	2,775
기말현금	3,783	3,051	2,196	2,775	3,656
FCF	5,476	6,071	(3,808)	3,281	3,541

자료 : 한국전력 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	58,958	60,190	56,020	54,234	54,795
매출원가	45,458	45,550	47,159	45,799	45,781
매출총이익	13,500	14,641	8,862	8,434	9,014
매출총이익률 (%)	22.9	24.3	15.8	15.6	16.4
판매비와관리비	2,153	2,639	2,543	2,641	2,668
영업이익	11,347	12,002	6,318	5,793	6,345
영업이익률 (%)	19.2	19.9	11.3	10.7	11.6
비영업손익	7,309	(1,488)	(1,297)	(1,846)	(1,793)
순금융비용	1,019	598	252	247	310
외환관련손익	(708)	(290)	541	0	0
관계기업투자등 관련손익	207	(137)	(43)	(259)	(269)
세전계속사업이익	18,656	10,513	5,022	3,947	4,553
세전계속사업이익률 (%)	31.6	17.5	9.0	7.3	8.3
계속사업법인세	5,239	3,365	1,400	888	1,024
계속사업이익	13,416	7,148	3,622	3,059	3,528
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	13,416	7,148	3,622	3,059	3,528
순이익률 (%)	22.8	11.9	6.5	5.6	6.4
지배주주	13,289	7,049	3,348	2,788	3,216
지배주주구속 순이익률 (%)	22.5	11.7	6.0	5.1	5.9
비지배주주	127	100	274	271	312
총포괄이익	13,450	7,146	3,484	3,059	3,528
지배주주	13,308	7,042	3,231	2,788	3,216
비지배주주	142	104	253	271	312
EBITDA	19,688	20,963	15,990	15,484	16,036

주요투자지표

월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	2.6	2.1	(6.9)	(3.2)	1.0
영업이익	96.1	5.8	(47.4)	(8.3)	9.5
세전계속사업이익	341.1	(43.6)	(52.2)	(21.4)	15.3
EBITDA	44.1	6.5	(23.7)	(3.2)	3.6
EPS(계속사업)	394.6	(47.0)	(52.5)	(16.7)	15.3
수익성 (%)					
ROE	22.1	102	4.6	3.8	4.3
ROA	7.9	4.0	2.0	1.7	1.9
EBITDA/마진	33.4	34.8	28.5	28.5	29.3
안정성 (%)					
유동비율	97.0	79.7	72.7	75.2	79.2
부채비율	157.9	143.4	144.7	141.3	137.3
순자본/자기자본	64.5	56.1	63.5	61.2	58.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,701	10,980	5,215	4,343	5,010
BPS	114,516	122,894	124,361	127,146	130,662
CFPS	25,705	26,670	22,193	22,089	22,755
주당 현금배당금	3,100	1,980	1,980	1,980	1,980
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	2.4	4.0	7.3	8.8	7.6
PER(최저)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR(최고)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR(최저)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(최고)	3.9	3.3	4.5	4.6	4.4
EV/EBITDA(최저)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8