

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	3210 십억원
발행주식수	64,196 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	23,881 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	30.80%
배당수익률	5.30%

Stock Data

주가(18/01/06)	37,200 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	48,750 원
52주 최저가	37,200 원
60일 평균 거래대금	51 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-3.6%
6개월	-11.4%	-15.3%
12개월	-15.9%	-31.3%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 50,000 원(하향))

좋은 것은 없지만 이미 PBR 은 역사적 저점인 0.3x

4Q17 OP 는 9,722 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -13.0% 하회하는 수치임. 무엇보다 석탄가격의 급반등이 부담이 될 수밖에 없음. 연료비용의 투입시차를 감안한다면 상기 부담요인은 2018 년 상반기에도 이어질 것임. 정책적 호재를 기대할 타이밍이 아니라는 것도 추가에는 약재임. 다만 PBR 이 역사적 저점인 0.3x 수준에 머물고 있기 때문에, 우호적 정책 발생 가능성에 대해서는 지속적으로 주목해야 함

4Q17 영업이익 9,722 억원(QoQ -64.9% / YoY -23.3%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 1 조 1,175 억원 대비 -13.0% 하회하는 수치에 해당함. 전년동기대비로도 20% 이상 하락하는 수준임. 저조한 실적추이가 이어지는 가장 큰 원인으로서는 일단 석탄가격의 상승을 꼽을 수 있음. 2016 년 10 월 \$100/t 을 넘어선 이후 2017 년 5 월 \$73.5/t 까지 하락했던 석탄 가격은 2017 년 12 월 다시 \$100/t 을 넘어섰음. 통상 반년 가량의 투입시점 lagging 효과를 감안한다면 이와 같은 원재로 부담감은 2018 년 상반기에도 이어질 것임. 유가와 동반한 SMP 의 가격반등 역시 부담요인임

정책 상의 호재가 나올 수 있을까?

역사적으로 한국전력의 주가 추이를 살펴본다면(2017 년 10 월 20 일 Energy snapshot “역사적 저점의 한국전력 PBR 에서 고민” 참조), 주요 상승과 하락의 trigger 는 거의 원재료 가격의 급변동 혹은 정책 임을 알 수 있음. 2018 년 상반기에는 지정학적 리스크와 라니냐를 감안할 때 원재료 가격 부담이 이어질 수밖에 없기 때문에, 결국 동사에게는 정부 정책 상의 호재가 필요함. 그나마 가장 기대할 수 있는 것이라면 산업용 전기요금의 인상일텐데, 아직 불확실성이 높은 상황이기 때문에 모멘텀으로 삼기는 쉽지 않음

목표주가 55,000 원 → 50,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

석탄가격 상승이 차후 실적에 미칠 악영향을 감안하여 목표주가를 하향 조정함. 현재 대외여건과 정책상의 호재를 기대하기 어렵기 때문에 쉽사리 주가반등을 타진할 여력은 제한적임. 다만 PBR 이 역사적 저점인 0.3x 인 만큼 정책에 대해서는 지속 주목해야 함. 신고리 원전 공사재개 이후 동사 주가가 급반등했던 것을 기억할 필요 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	58,957.7	60,190.4	59,784.3	63,835.2	64,442.0	65,188.8
yoy	%	2.6	2.1	(0.7)	6.8	1.0	1.2
영업이익	십억원	11,346.7	12,001.6	6,054.8	6,047.7	6,626.0	6,425.7
yoy	%	96.1	5.8	(49.5)	(0.1)	9.6	(3.0)
EBITDA	십억원	19,688.1	20,962.6	15,790.9	15,866.9	16,445.2	16,244.9
세전이익	십억원	18,655.8	10,513.5	4,620.5	3,949.4	4,423.7	4,087.3
순이익(지배주주)	십억원	13,289.1	7,048.6	3,035.8	2,988.3	3,347.2	3,092.7
영업이익률%	%	19.2	19.9	10.1	9.5	10.3	9.9
EBITDA%	%	33.4	34.8	26.4	24.9	25.5	24.9
순이익률	%	31.6	17.5	7.7	6.2	6.9	6.3
EPS	원	20,701	10,980	4,729	4,655	5,214	4,817
PER	배	24	4.0	7.9	8.0	7.1	7.7
PBR	배	0.44	0.36	0.30	0.29	0.29	0.28
EV/EBITDA	배	3.9	3.3	4.3	4.3	4.3	4.4
ROE	%	22.1	10.2	4.2	4.1	4.5	4.0
순차입금	십억원	43,800	41,016	43,894	45,099	46,107	47,548
부채비율	%	157.9	143.4	142.2	138.9	135.1	131.9

4Q17 preview

(단위: % 십억원)

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	15,286.1	15,146.6	12,925.5	16,187.7	15,524.4	1.6	(4.1)	15,060.9	3.1
영업이익	1,267.6	1,463.2	846.5	2,772.9	972.2	(23.3)	(64.9)	1,117.5	(13.0)
세전이익	480.3	1,389.6	583.2	2,186.9	460.8	(4.1)	(78.9)	771.9	(40.3)
지배순이익	273.3	866.9	327.2	1,493.0	348.7	27.6	(76.6)	404.6	(13.8)
영업이익률	8.3	9.7	6.5	17.1	6.3	(2.0)	(10.9)	7.4	(1.2)
세전이익률	3.1	9.2	4.5	13.5	3.0	(0.2)	(10.5)	5.1	(2.2)
지배주주순이익률	1.8	5.7	2.5	9.2	2.2	0.5	(7.0)	2.7	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	4.2%	10.2%	4.0%	4.4%	3.9%	4.4%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	4.2%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.40					
3Q18E BPS(지배주주지분)	127,120					
Target Price	50,235					

자료: 한국전력 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	10,980	4,655	5,214	4,817	5,494
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	4,883				
4Q17E EPS	4,655				
4Q18E EPS	5,214				

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	29,299	34,182	39,066	43,949	48,832	53,715	58,598	63,481	68,365	73,248
TP by 4Q17E EPS	27,930	32,585	37,240	41,895	46,550	51,205	55,860	60,515	65,170	69,825
TP by 4Q18E EPS	31,284	36,498	41,712	46,926	52,140	57,354	62,568	67,782	72,996	78,210

자료: 한국전력 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	56,020.3	54,233.6	54,794.6	59,784.3	63,835.2	64,442.0	6.7%	17.7%	17.6%
YoY %	-6.9%	-3.2%	1.0%	-0.7%	6.8%	1.0%			
영업이익	6,318.3	5,793.3	6,345.4	6,054.8	6,047.7	6,626.0	-4.2%	4.4%	4.4%
YoY %	-47.4%	-8.3%	9.5%	-49.5%	-0.1%	9.6%			
EBITDA	15,989.9	15,483.5	16,035.7	15,790.9	15,866.9	16,445.2	-1.2%	2.5%	2.6%
YoY %	-23.7%	-3.2%	3.6%	-24.7%	0.5%	3.6%			
순이익	3,348.0	2,788.2	3,216.2	3,035.8	2,988.3	3,347.2	-9.3%	7.2%	4.1%
YoY %	-52.5%	-16.7%	15.3%	-56.9%	-1.6%	12.0%			

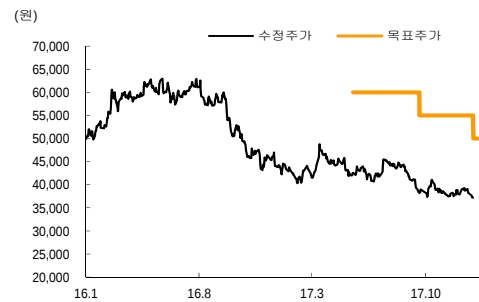
자료: 한국전력 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	13,311.7	14,400.7	11,743.7	14,710.2	15,524.4	16,640.2	14,221.1	17,377.5	16.6%	15.6%	21.1%	18.1%
YoY %	-12.9%	-4.9%	-9.1%	0.5%	1.6%	9.9%	10.0%	7.3%				
QoQ %	-9.1%	8.2%	-18.5%	25.3%	-4.1%	7.2%	-14.5%	22.2%				
영업이익	1,568.9	1,645.2	1,263.3	1,965.4	972.2	1,339.6	1,462.8	2,106.1	-38.0%	-18.6%	15.8%	7.2%
YoY %	23.8%	12.4%	49.2%	-19.4%	-23.3%	-8.4%	72.8%	-24.0%				
QoQ %	-35.7%	4.9%	-23.2%	55.6%	-64.9%	37.8%	9.2%	44.0%				
EBITDA	3,991.4	4,067.8	3,685.9	4,387.9	3,427.0	3,794.4	3,917.6	4,560.9	-14.1%	-6.7%	6.3%	3.9%
YoY %	8.8%	5.2%	12.7%	-9.8%	-6.6%	-1.9%	19.8%	-12.8%				
QoQ %	-17.9%	1.9%	-9.4%	19.0%	-34.4%	10.7%	3.2%	16.4%				
순이익	769.0	816.1	591.2	1,054.7	348.7	608.2	738.1	1,189.8	-54.7%	-25.5%	24.8%	12.8%
YoY %	181.4%	-5.9%	80.7%	-23.8%	27.6%	-29.8%	125.6%	-20.3%				
QoQ %	-44.5%	6.1%	-27.6%	78.4%	-76.6%	74.4%	21.4%	61.2%				

자료: 한국전력 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.08	매수	50,000원	6개월		
2017.09.27	매수	55,000원	6개월	-29.94%	-25.27%
2017.05.25	매수	60,000원	6개월	-28.79%	-24.17%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,709	19,491	18,348	17,466	16,181
현금및현금성자산	3,051	3,530	2,325	1,317	(124)
매출채권및기타채권	7,523	6,337	6,367	6,428	6,504
재고자산	5,479	5,814	5,841	5,897	5,965
비유동자산	158,129	158,776	161,724	164,793	168,012
장기금융자산	3,618	2,401	2,401	2,401	2,401
유형자산	145,743	147,602	150,549	153,619	156,837
무형자산	983	1,173	1,173	1,173	1,173
자산총계	177,837	178,267	180,072	182,259	184,193
유동부채	24,739	21,010	21,024	21,055	21,092
단기금융부채	9,064	8,623	8,623	8,623	8,623
매입채무 및 기타채무	4,109	3,154	3,168	3,198	3,235
단기충당부채	2,000	1,729	1,729	1,729	1,729
비유동부채	80,047	83,665	83,665	83,665	83,665
장기금융부채	45,256	47,548	47,548	47,548	47,548
장기매입채무 및 기타채무	3,041	3,017	3,017	3,017	3,017
장기충당부채	13,435	13,516	13,516	13,516	13,516
부채총계	104,786	104,675	104,690	104,720	104,757
지배주주지분	71,724	72,229	74,019	76,176	78,073
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,078	2,078	2,078
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,174	53,647	55,436	57,594	59,490
비지배주주지분	1,327	1,363	1,363	1,363	1,363
자본총계	73,051	73,592	75,382	77,539	79,436
부채외자본총계	177,837	178,267	180,072	182,259	184,193

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	16,445	13,137	16,335	16,654	16,372
당기순이익(손실)	7,148	3,145	3,061	3,428	3,168
비현금성항목등	16,694	14,888	13,320	13,320	13,320
유형자산감가상각비	8,961	9,736	9,819	9,819	9,819
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(7,733)	(5,152)	(3,501)	(3,501)	(3,501)
운전자본감소(증가)	(2,309)	(1,334)	(46)	(95)	(117)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(370)	1,242	(28)	(58)	(71)
재고자산감소(증가)	(533)	(335)	(27)	(55)	(68)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	653	(681)	9	18	23
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	3,365	2,029	2,631	2,631	2,631
투자활동현금흐름	(9,570)	(12,438)	(12,767)	(12,888)	(13,038)
금융자산감소(증가)	2,732	(282)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(11,821)	(11,792)	(12,767)	(12,888)	(13,038)
무형자산감소(증가)	(124)	(78)	0	0	0
기타	(358)	(285)	0	0	0
재무활동현금흐름	(7,637)	(290)	(1,271)	(1,271)	(1,271)
단기금융부채증가(감소)	(50)	1,543	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(5,566)	709	0	0	0
자본의증가(감소)	208	0	0	0	0
배당금의 지급	2,105	2,616	1,271	1,271	1,271
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(732)	478	(1,205)	(1,008)	(1,440)
기초현금	3,783	3,051	3,530	2,325	1,317
기말현금	3,051	3,530	2,325	1,317	(124)
FCF	6,071	(2,104)	1,692	1,970	1,643

자료 : 한국전력 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	60,190	59,784	63,835	64,442	65,189
매출원가	45,550	51,303	55,282	55,287	56,205
매출총이익	14,641	8,482	8,553	9,155	8,984
매출총이익률 (%)	24.3	14.2	13.4	14.2	13.8
판매비와관리비	2,639	2,427	2,505	2,529	2,558
영업이익	12,002	6,055	6,048	6,626	6,426
영업이익률 (%)	19.9	10.1	9.5	10.3	9.9
비영업손익	(1,488)	(1,434)	(2,098)	(2,202)	(2,338)
순금융비용	598	305	301	197	61
외환관련손익	(290)	492	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	(137)	(93)	0	0	0
세전계속사업이익	10,513	4,621	3,949	4,424	4,087
세전계속사업이익률 (%)	17.5	7.7	6.2	6.9	6.3
계속사업법인세	3,365	1,475	889	995	920
계속사업이익	7,148	3,145	3,061	3,428	3,168
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7,148	3,145	3,061	3,428	3,168
순이익률 (%)	11.9	5.3	4.8	5.3	4.9
지배주주	7,049	3,036	2,988	3,347	3,093
지배주주귀속 순이익률(%)	11.7	5.1	4.7	5.2	4.7
비지배주주	100	110	72	81	75
총포괄이익	7,146	3,077	3,061	3,428	3,168
지배주주	7,042	2,979	2,988	3,347	3,093
비지배주주	104	98	72	81	75
EBITDA	20,963	15,791	15,867	16,445	16,245

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	2.1	(0.7)	6.8	1.0	1.2
영업이익	5.8	(49.5)	(0.1)	9.6	(3.0)
세전계속사업이익	(43.6)	(56.1)	(14.5)	12.0	(7.6)
EBITDA	6.5	(24.7)	0.5	3.6	(1.2)
EPS(계속사업)	(47.0)	(56.9)	(1.6)	12.0	(7.6)
수익성 (%)					
ROE	10.2	4.2	4.1	4.5	4.0
ROA	4.0	1.8	1.7	1.9	1.7
EBITDA마진	34.8	26.4	24.9	25.5	24.9
안정성 (%)					
유동비율	79.7	92.8	87.3	83.0	76.7
부채비율	143.4	142.2	138.9	135.1	131.9
순차입금/자기자본	56.1	59.6	59.8	59.5	59.9
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,980	4,729	4,655	5,214	4,817
BPS	122,894	124,332	127,120	130,480	133,434
CFPS	26,670	21,648	22,597	23,295	23,053
주당 현금배당금	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.0	7.9	8.0	7.1	7.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR(최저)					
PCR	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(최고)	3.3	4.3	4.3	4.3	4.4
EV/EBITDA(최저)					