

# 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	20,222 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	28.70%
배당수익률	2.50%

## Stock Data

주가(18/07/06)	31,500 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	45,500 원
52주 최저가	30,850 원
60일 평균 거래대금	54 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.3%	3.4%
6개월	-15.3%	-7.0%
12개월	-25.2%	-21.4%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 45,000 원(유지))

## 2Q18 Preview: 이익보다는 정책에 주목할 시점

2Q18 영업이익 -4,231 억원으로 추정하여 시장 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 금반 분기에서는 원가부담이 오히려 지난 분기보다 높아졌고, 기저발전 이용률의 회복도 더뎠기 때문에 3 개 분기 연속 적자는 불가피함. 하지만 최근 문재인 정부의 탈원전정책이 강화되면서 다양한 전기요금인상 및 한전의 이익회복을 위한 정책들이 준비되고 있는 환경이기 때문에, 현재 PBR 0.3x 의 valuation 에서는 오히려 주가매력 높다고 판단함

## 2Q18 영업이익 -4,231 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 -4,104 억원과 크게 다르지 않은 실적수준 예상함. 2분기에도 무엇보다 원가부담요인이 크게 작용할 것으로 우려됨. 유가상승(Dubai 기준 4Q17 \$59.1/bbl → 1Q18 \$64.0/bbl → 2Q18 \$72.0/bbl), 석탄가격 상승(Newcastle 기준 4Q \$99.2/t → 1Q \$101.7/t → 2Q \$108.0/t)으로 일단 원료비 부담이 높아졌고, SMP 도 소폭 하락했지만 높은 수준(kwh 당 81.1 원 → 94.8 원 → 88.9 원)은 유지되었기 때문임. 반면 원자력/석탄의 기저발전 이용률 회복은 하반기에서나 기대할 수 있는 상황임

## 이익보다는 정책에 주목할 시점

역사적으로 PBR 0.3~0.6 의 valuation 을 보이는 동사의 주가는, 큰 그림에서는 원가압박 등의 요인으로 감익추세에 있을 때 주가가 빠지고, 반대로 정책으로 인한 요금인상 효과가 발생할 시에는 주가가 상승함. 물론 기대에 못 미치는 요금인상폭은 주가를 하락하게 만들지만, 대체적으로 상승추세를 견인하는 것은 사실임. 그렇게 볼 때 ① 현재 역사적 저점인 0.3x 의 PBR 에서, ② 정부가 경부하(심야)요금 인상부터 준비하고 있고, ③ 요금인상 외 LNG 개별소비세 인하, 정산조정계수 변경 등이 검토되는 현재 환경은 주가반등의 여력을 조성하고 있는 것으로 판단함. 전기요금인상 가능성에 대해서는 7/2 “Cyclical Bulletin Release 11. 지방선거 이후 문재인 드라이브의 빛과 어둠” 참조바람

## 목표주가 45,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변경폭이 크지 않아 목표주가 유지함. 전체적인 주식시장이 좋지 않은 분위기에서 valuation 저점에 있는 대형 정책주의 매력은 부각될 수 있을 것임

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	58,957.7	60,190.4	59,814.9	64,642.6	68,672.7	70,947.1
yoy	%	2.6	2.1	(0.6)	8.1	6.2	3.3
영업이익	십억원	11,346.7	12,001.6	4,953.2	346.8	5,015.1	5,572.6
yoy	%	96.1	5.8	(58.7)	(93.0)	1,346.2	11.1
EBITDA	십억원	19,688.1	20,962.6	14,726.9	10,291.4	14,959.7	15,517.2
세전이익	십억원	18,655.8	10,513.5	3,614.2	430.8	3,379.2	3,685.6
순이익(지배주주)	십억원	13,289.1	7,048.6	1,298.7	266.9	2,652.7	2,893.2
영업이익률%	%	19.2	19.9	8.3	0.5	7.3	7.9
EBITDA%	%	33.4	34.8	24.6	15.9	21.8	21.9
순이익률	%	31.6	17.5	6.0	0.7	4.9	5.2
EPS	원	20,701	10,980	2,023	416	4,132	4,507
PER	배	24	4.0	18.9	79.0	7.6	7.0
PBR	배	0.44	0.36	0.31	0.27	0.25	0.24
EV/EBITDA	배	3.9	3.3	4.6	64	4.3	4.1
ROE	%	22.1	10.2	1.8	0.4	3.7	3.9
순차입금	십억원	43,800	41,016	43,108	44,811	44,065	43,412
부채비율	%	157.9	143.4	149.1	154.3	150.2	145.7

## 2Q18 preview

(단위: % 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	12,925.5	16,187.7	15,555.0	15,706.0	14,729.6	14.0	(6.2)	13,351.3	10.3
영업이익	846.5	2,772.9	(129.4)	(127.6)	(423.1)	(150.0)	231.5	(410.4)	3.1
세전이익	583.2	2,186.9	(545.5)	(262.4)	(492.5)	(184.4)	87.7	(713.4)	(31.0)
지배순이익	327.2	1,493.0	(1,388.4)	(277.3)	(386.6)	(218.2)	39.4	(674.1)	(42.7)
영업이익률	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)	(2.9)	(9.4)	(2.1)	(3.1)	0.2
세전이익률	4.5	13.5	(3.5)	(1.7)	(3.3)	(7.9)	(1.7)	(5.3)	2.0
지배주주순이익률	2.5	9.2	(8.9)	(1.8)	(2.6)	(5.2)	(0.9)	(5.0)	2.4

자료: SK 증권 Fnguide

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	3.9%	ROE(지배주주지분)	1.8%	3.7%	3.6%	4.2%	4.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	3.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.35						
1Q19E BPS(지배주주지분)	127,687						
Target Price	44,539						

자료: 한국전력 SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	10,980	4,202	4,244	5,162	5,737
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	4,556				
2Q19E EPS	4,202				
2Q20E EPS	4,244				

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	27,335	31,890	36,446	41,002	45,558	50,113	54,669	59,225	63,781	68,336
TP by 2Q19E EPS	25,210	29,412	33,614	37,816	42,017	46,219	50,421	54,623	58,824	63,026
TP by 2Q20E EPS	25,463	29,707	33,951	38,195	42,439	46,683	50,927	55,171	59,415	63,659

자료: 한국전력 SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	59,814.9	58,743.4	59,983.5	59,814.9	64,642.6	68,672.7	0.0%	10.0%	14.5%
YoY %	-0.6%	-1.8%	2.1%	-0.6%	8.1%	6.2%			
영업이익	4,953.2	4,175.8	5,583.6	4,953.2	346.8	5,015.1	0.0%	-91.7%	-10.2%
YoY %	-58.7%	-15.7%	33.7%	-58.7%	-93.0%	1346.2%			
EBITDA	14,726.9	14,145.7	15,553.5	14,726.9	10,291.4	14,959.7	0.0%	-27.2%	-3.8%
YoY %	-29.7%	-3.9%	10.0%	-29.7%	-30.1%	45.4%			
순이익	1,298.7	1,783.6	2,342.1	1,298.7	266.9	2,652.7	0.0%	-85.0%	13.3%
YoY %	-81.6%	37.3%	31.3%	-81.6%	-79.5%	894.0%			

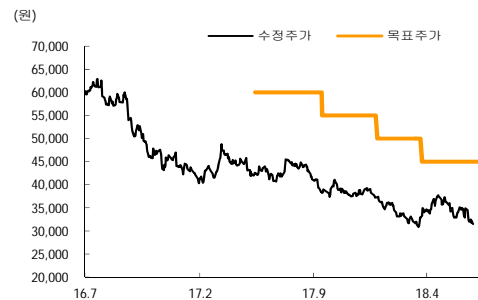
자료: 한국전력 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	12,904.3	16,124.0	14,343.3	15,695.5	14,729.6	18,010.8	16,196.1	17,894.7	14.1%	11.7%	12.9%	14.0%
YoY %	-0.2%	-0.4%	-7.8%	2.1%	14.0%	11.3%	4.1%	13.9%				
QoQ %	-16.1%	25.0%	-11.0%	9.4%	-6.2%	22.3%	-10.1%	10.5%				
영업이익	650.8	2,293.8	1,166.7	1,440.8	(423.1)	958.4	(61.0)	1,377.5	-165.0%	-58.2%	-105.2%	-4.4%
YoY %	-23.1%	-17.3%	흑전	2134.4%	적전	-65.4%	적지	흑전				
QoQ %	909.3%	252.4%	-49.1%	23.5%	적지	흑전	적전	흑전				
EBITDA	3,143.3	4,786.3	3,659.1	3,933.3	2,063.1	3,444.6	2,425.2	3,863.7	-34.4%	-28.0%	-33.7%	-1.8%
YoY %	-3.8%	-8.4%	54.8%	53.8%	-36.9%	-34.1%	2.6%	63.8%				
QoQ %	22.9%	52.3%	-23.5%	7.5%	-12.5%	67.0%	-29.6%	59.3%				
순이익	181.7	1,373.3	559.9	615.6	(386.6)	981.7	(50.9)	725.9	-312.8%	-28.5%	-109.1%	17.9%
YoY %	-44.5%	-8.0%	흑전	흑전	적전	-34.3%	적지	흑전				
QoQ %	흑전	655.9%	-59.2%	10.0%	적지	흑전	적전	흑전				

자료: 한국전력 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.09	매수	45,000원	6개월		
2018.04.02	매수	45,000원	6개월	-22.91%	-16.11%
2018.01.08	매수	50,000원	6개월	-31.92%	-25.20%
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 정확히 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 7월 9일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	19,709	19,142	20,791	22,083	23,234
현금및현금성자산	3,051	2,370	3,160	3,906	4,560
매출채권및기타채권	7,523	7,635	6,885	7,152	7,395
재고자산	5,479	6,002	6,164	6,396	6,607
<b>비유동자산</b>	158,129	162,647	163,737	164,780	166,187
장기금융자산	3,618	2,888	2,157	2,157	2,157
유형자산	145,743	150,882	152,059	153,102	154,509
무형자산	983	1,190	1,186	1,186	1,186
<b>자산총계</b>	177,837	181,789	184,528	186,863	189,421
<b>유동부채</b>	24,739	23,424	24,953	25,141	25,314
단기금융부채	9,064	9,326	9,203	9,203	9,203
매입채무 및 기타채무	4,109	4,587	5,018	5,206	5,379
단기충당부채	2,000	2,137	2,280	2,280	2,280
<b>비유동부채</b>	80,047	85,400	87,026	87,026	87,026
장기금융부채	45,256	46,267	47,912	47,912	47,912
장기매입채무 및 기타채무	3,041	2,831	2,841	2,841	2,841
장기충당부채	13,435	16,232	16,324	16,324	16,324
<b>부채총계</b>	104,786	108,824	111,978	112,167	112,339
<b>지배주주지분</b>	71,724	71,681	71,275	73,421	75,807
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,077	2,077	2,077
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,174	53,371	52,693	54,838	57,224
비지배주주지분	1,327	1,283	1,275	1,275	1,275
<b>자본총계</b>	73,051	72,965	72,550	74,696	77,082
<b>부채외자본총계</b>	177,837	181,789	184,528	186,863	189,421

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	16,445	11,143	12,706	14,088	14,361
당기순이익(손실)	7,148	1,441	294	2,653	2,893
비현금성항목등	16,694	16,493	12,186	11,802	11,802
유형자산감가상각비	8,961	9,774	9,945	9,945	9,945
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(7,733)	(6,719)	(2,242)	(1,857)	(1,857)
운전자본감소(증가)	(2,309)	(2,791)	777	(366)	(334)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(370)	(219)	836	(251)	(229)
재고자산감소(증가)	(533)	(523)	(162)	(232)	(212)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	653	327	164	117	106
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	3,365	2,173	0	0	0
<b>투자활동현금흐름</b>	(9,570)	(12,500)	(12,110)	(10,988)	(11,352)
금융자산감소(증가)	2,732	519	(921)	0	0
유형자산감소(증가)	(11,821)	(12,450)	(11,042)	(10,988)	(11,352)
무형자산감소(증가)	(124)	(143)	(24)	0	0
기타	(358)	(426)	(123)	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	(7,637)	746	987	(507)	(507)
단기금융부채증가(감소)	(50)	370	571	0	0
장기금융부채증가(감소)	(5,566)	1,776	927	0	0
자본의증가(감소)	208	86	0	0	0
배당금의 지급	2,105	1,356	512	507	507
기타	0	0	(791)	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(732)	(682)	791	746	654
기초현금	3,783	3,051	2,370	3,160	3,906
기말현금	3,051	2,370	3,160	3,906	4,560
FCF	6,071	(2,980)	484	2,537	2,642

자료 : 한국전력 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	60,190	59,815	64,643	68,673	70,947
<b>매출원가</b>	45,550	52,099	61,786	60,992	62,620
<b>매출총이익</b>	14,641	7,716	2,856	7,681	8,327
매출총이익률 (%)	24.3	12.9	4.4	11.2	11.7
<b>판매비와관리비</b>	2,639	2,763	2,509	2,666	2,754
영업이익	12,002	4,953	347	5,015	5,573
영업이익률 (%)	19.9	8.3	0.5	7.3	7.9
비영업손익	(1,488)	(1,339)	84	(1,636)	(1,887)
<b>순금융비용</b>	598	266	608	673	527
외환관련손익	(290)	1,075	4	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	(137)	(108)	2,660	1,346	1,241
세전계속사업이익	10,513	3,614	431	3,379	3,686
세전계속사업이익률 (%)	17.5	6.0	0.7	4.9	5.2
계속사업법인세	3,365	2,173	137	727	792
<b>계속사업이익</b>	7,148	1,441	294	2,653	2,893
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7,148	1,441	294	2,653	2,893
<b>순이익률 (%)</b>	11.9	2.4	0.5	3.9	4.1
지배주주	7,049	1,299	267	2,653	2,893
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	11.7	2.2	0.4	3.9	4.1
<b>비지배주주</b>	100	143	27	0	0
<b>총포괄이익</b>	7,146	1,347	322	2,653	2,893
<b>지배주주</b>	7,042	1,230	298	2,653	2,893
<b>비지배주주</b>	104	116	24	0	0
EBITDA	20,963	14,727	10,291	14,960	15,517

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.1	(0.6)	8.1	6.2	3.3
영업이익	5.8	(58.7)	(93.0)	1,346.2	11.1
세전계속사업이익	(43.6)	(65.6)	(88.1)	684.5	9.1
EBITDA	6.5	(29.7)	(30.1)	45.4	3.7
EPS(계속사업)	(47.0)	(81.6)	(79.5)	894.0	9.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.2	1.8	0.4	3.7	3.9
ROA	4.0	0.8	0.2	1.4	1.5
EBITDA마진	34.8	24.6	15.9	21.8	21.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	79.7	81.7	83.3	87.8	91.8
부채비율	143.4	149.1	154.3	150.2	145.7
순차입금/자기자본	56.1	59.1	61.8	59.0	56.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	10,980	2,023	416	4,132	4,507
BPS	122,894	124,599	123,406	126,748	130,465
CFPS	26,670	18,302	15,881	21,623	22,305
주당 현금배당금	1,980	790	790	790	790
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	4.0	18.9	79.0	7.6	7.0
PER(최저)					
PBR(최고)	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR(최저)					
PCR	1.7	2.1	2.1	1.5	1.4
EV/EBITDA(최고)	3.3	4.6	6.4	4.3	4.1
EV/EBITDA(최저)					