

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	16,402 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분율	26.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/06/28)	25,550 원
KOSPI	2,130.62 pt
52주 Beta	0.33
52주 최고가	35,800 원
52주 최저가	23,850 원
60일 평균 거래대금	38 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	18%	-2.1%
6개월	-22.8%	-26.1%
12개월	-20.7%	-13.8%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 32,000 원(하향))

계속되는 정책 악재

2Q19 영업이익 추정치는 -4,870 억원으로서 컨센서스와 유사한 수준 예상함. 석탄, LNG 등 원재료 가격 하락효과 일부 기대할 수 있지만, 여전히 낮은 원전가동률과 전기요금 문제로 적자 지속 판단함. 다만 하반기에서는 해당 요소들 긍정적 반영 가능. 현재 0.2 배에 근접하고 있는 역사적 저점의 PBR valuation에서 더 하락하기는 쉽지 않지만, 정부의 전기요금 정책에 따른 리스크가 계속되는 만큼 큰 폭의 상승 역시 기대하기 어려움

2Q19 영업이익 -4,870 억원(QoQ 적지 / YoY 적지) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 -5,218 억원과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상되고 있음. 석탄가격의 지속적인 하락(뉴캐슬 기준 4Q 103.0/t → 1Q 95.9/t → 2Q 80.6/t)과 LNG/SMP의 약세 전환은 긍정적인 요소로 파악할 수 있지만, 한뼘 원전 1호기 사고로 인한 차질, 여전히 낮은 전기요금 등으로 인하여 적자는 지속될 것으로 판단함. 석탄 가격 하락과 원전가동률 회복은 하반기에 더 크게 반영될 수 있을 것으로 기대됨

어찌할 수 없는 정책리스크

동사의 현재 상황은 주주수익률 측면에서 본다면 긍정적으로 평가하기 어려운 국면임. 대규모 적자를 피할 수 없고, 이를 탈피하려는 정책 기대감을 가지기 어려우며, 그러는 와중에 자본가치가 떨어지면서 역사적 저점의 valuation을 벗어날 가능성이 낮기 때문임. 설상가상으로 최근 누진세 개편안 통과에 따른 여름의 전기요금 인하 역시 일단 주가에는 부정적으로 작용할 수밖에 없음

목표주가 40,000 원 → 32,000 원 / 투자의견 매수 유지

정책에 대한 기대감을 높이기 어려운 시점인 만큼 이익추정치 또한 하향조정하며, 이를 반영하여 목표주가 역시 하향 조정함. 역사적 저점의 valuation인 만큼 추가하락의 여지는 제한적이지만, 상승가능성 역시 높게 태진하기 쉽지 않음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	60,627.6	57,059.4	58,957.3	61,727.6
yoY	%	2.1	(0.6)	1.4	(5.9)	3.3	4.7
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	(208.0)	1,371.9	3,202.2	4,617.0
yoY	%	5.8	(58.7)	적전	흑전	133.4	44.2
EBITDA	십억원	20,962.6	14,726.9	9,816.8	11,996.2	13,826.5	15,241.3
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(2,000.8)	1,307.8	2,721.1	4,117.0
순이익(지배주주)	십억원	7,048.6	1,298.7	(1,314.6)	842.3	2,108.8	3,190.7
영업이익률%	%	19.9	8.3	(0.3)	2.4	5.4	7.5
EBITDA%	%	34.8	24.6	16.2	21.0	23.5	24.7
순이익률	%	17.5	6.0	(3.3)	2.3	4.6	6.7
EPS	원	10,980	2,023	(2,048)	1,312	3,285	4,970
PER	배	4.0	18.9	(16.2)	19.5	7.8	5.1
PBR	배	0.36	0.31	0.28	0.21	0.21	0.20
EV/EBITDA	배	3.3	4.6	7.4	5.6	5.0	4.6
ROE	%	10.2	1.8	(1.9)	1.2	2.9	4.3
순차입금	십억원	41,016	43,108	51,358	50,826	52,099	52,948
부채비율	%	143.4	149.1	160.6	168.1	163.5	157.0

2Q19 preview

(단위 %, 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	13,337.2	16,409.8	15,174.6	15,248.4	12,517.7	(6.1)	(17.9)	13,296.2	(5.9)
영업이익	(687.1)	1,395.2	(788.5)	(629.9)	(487.0)	적지	적지	(521.8)	(6.7)
세전이익	(1,700.0)	1,108.7	(1,147.1)	(795.6)	(497.0)	적지	적지	(991.6)	(49.9)
지배순이익	(949.2)	708.6	(796.7)	(787.8)	(385.2)	적지	적지	(671.2)	(42.6)
영업이익률	(5.2)	8.5	(5.2)	(4.1)	(3.9)	1.3	0.2	(3.9)	0.0
세전이익률	(12.7)	6.8	(7.6)	(5.2)	(4.0)	8.8	1.2	(7.5)	3.5
지배주주순이익률	(7.1)	4.3	(5.2)	(5.2)	(3.1)	4.0	2.1	(5.0)	2.0

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	3.5%	ROE(지배주주지분)	-1.9%	3.5%	4.0%	3.2%	2.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%						
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.27	Target ROE	3.5%				
2Q20E EPS(지배주주지분)	120,924						
Target Price	32,839						

자료: 한국전력, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	10,980	3,898	4,571	3,878	2,947
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,934				
2Q20E EPS	3,898				
2Q21E EPS	4,571				

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	23,602	27,536	31,469	35,403	39,337	43,270	47,204	51,138	55,071	59,005
TP by 2Q20E EPS	23,390	27,288	31,187	35,085	38,983	42,882	46,780	50,678	54,576	58,475
TP by 2Q21E EPS	27,425	31,996	36,567	41,138	45,708	50,279	54,850	59,421	63,992	68,563

자료: 한국전력, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

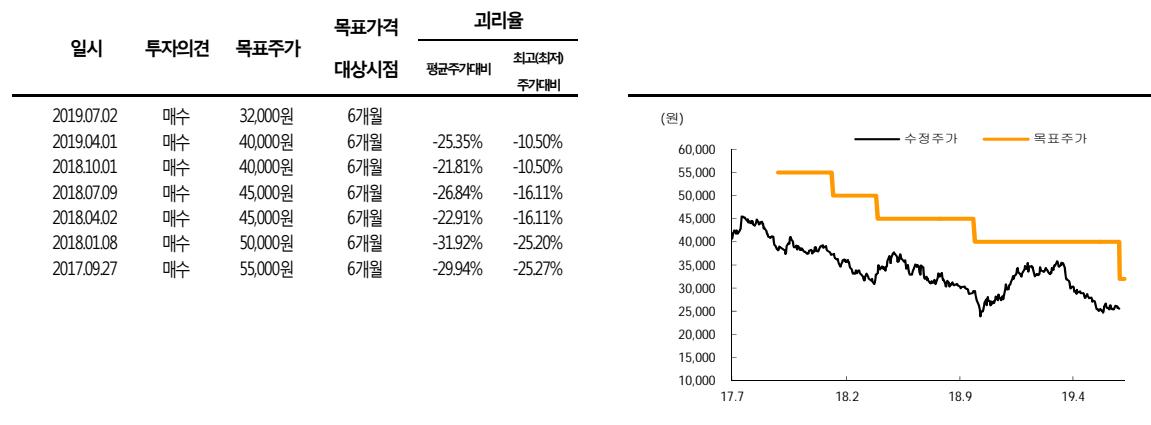
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	60,627.6	55,090.5	56,410.6	60,627.6	57,059.4	58,957.3	0.0%	3.6%	4.5%
YoY %	1.4%	-9.1%	2.4%	1.4%	-5.9%	3.3%			
영업이익	(208.0)	3,974.1	4,956.3	(208.0)	1,371.9	3,202.2	0.0%	-65.5%	-35.4%
YoY %	적전	흑전	24.7%	적전	흑전	133.4%			
EBITDA	9,816.8	13,874.6	14,856.8	9,816.8	11,996.2	13,826.5	0.0%	-13.5%	-6.9%
YoY %	-33.3%	41.3%	7.1%	-33.3%	22.2%	15.3%			
순이익	(1,314.6)	2,391.8	3,086.0	(1,314.6)	842.3	2,108.8	0.0%	-64.8%	-31.7%
YoY %	적전	흑전	29.0%	적전	흑전	150.4%			

자료: 한국전력, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	11,950.7	15,074.9	13,526.8	14,885.2	12,517.7	15,628.0	13,665.3	15,178.9	4.7%	3.7%	1.0%	2.0%
YoY %	-10.4%	-8.1%	-10.9%	2.4%	-6.1%	-4.8%	-9.9%	-0.5%				
QoQ %	-17.8%	26.1%	-10.3%	10.0%	-17.9%	24.8%	-12.6%	11.1%				
영업이익	342.9	2,147.3	1,839.5	819.0	(487.0)	1,443.0	1,045.8	1,065.6	-242.0%	-32.8%	-43.1%	30.1%
YoY %	흑전	53.9%	흑전	흑전	적지	3.4%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	526.2%	-14.3%	-55.5%	적지	흑전	-27.5%	1.9%				
EBITDA	2,818.0	4,622.4	4,314.6	3,294.1	2,169.1	4,099.0	3,701.9	3,721.6	-23.0%	-11.3%	-14.2%	13.0%
YoY %	50.3%	18.6%	155.8%	55.4%	15.7%	52%	119.5%	83.7%				
QoQ %	33.0%	64.0%	-6.7%	-23.7%	7.1%	89.0%	-9.7%	0.5%				
순이익	88.7	1,507.9	1,295.1	426.5	(385.2)	1,127.2	888.1	735.7	-534.3%	-25.2%	-31.4%	72.5%
YoY %	흑전	112.8%	흑전	흑전	적지	59.1%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	1600.2%	-14.1%	-67.1%	적지	흑전	-21.2%	-17.2%				

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 3 자에게 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 (2019년 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,142	19,745	23,277	22,641	22,459
현금및현금성자산	2,370	1,358	7,869	6,595	5,746
매출채권및기타채권	7,725	7,463	5,890	6,179	6,481
재고자산	6,002	7,188	6,215	6,507	6,813
비유동자산	162,647	165,504	169,442	172,378	175,951
장기금융자산	2,888	3,011	1,172	1,172	1,172
유형자산	150,882	152,743	158,140	161,076	164,649
무형자산	1,190	1,229	1,308	1,308	1,308
자산총계	181,789	185,249	192,720	195,020	198,410
유동부채	23,424	21,842	22,625	22,816	23,016
단기금융부채	9,326	8,039	8,883	8,883	8,883
매입채무 및 기타채무	4,587	5,043	4,060	4,251	4,451
단기충당부채	1,723	1,459	1,864	1,864	1,864
비유동부채	85,400	92,315	98,199	98,199	98,199
장기금융부채	46,267	53,592	59,463	59,463	59,463
장기매입채무 및 기타채무	2,831	2,640	2,664	2,664	2,664
장기충당부채	16,232	16,592	16,746	16,746	16,746
부채총계	108,824	114,156	120,824	121,015	121,215
지배주주지분	71,681	69,744	70,561	72,670	75,861
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,079	2,078	2,078	2,078
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,371	51,519	52,266	54,374	57,565
비자매주주지분	1,283	1,349	1,335	1,335	1,335
자본총계	72,965	71,093	71,896	74,005	77,195
부채와자본총계	181,789	185,249	192,720	195,020	198,410

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	11,143	6,505	14,255	14,005	15,066
당기순이익(순실)	1,441	(1,174)	869	2,109	3,191
비현금성항목등	16,493	13,130	12,678	12,339	12,339
유형자산감가상각비	9,774	10,025	10,624	10,624	10,624
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(6,719)	(3,105)	(2,054)	(1,715)	(1,715)
운전자본감소(증가)	(2,791)	(3,310)	1,288	(443)	(464)
매출채권및기타채권의 감소증가)	(219)	186	1,541	(272)	(284)
재고자산감소(증가)	(523)	(1,186)	974	(293)	(306)
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	327	475	(840)	121	127
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	2,173	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(12,500)	(12,839)	(11,733)	(13,560)	(14,197)
금융자산감소(증가)	519	(336)	(1,095)	0	0
유형자산감소(증가)	(12,450)	(12,033)	(10,633)	(13,560)	(14,197)
무형자산감소(증가)	(143)	(111)	(69)	0	0
기타	(426)	(360)	64	0	0
재무활동현금흐름	746	5,302	1,803	0	0
단기금융부채증가(감소)	370	(184)	1,870	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,776	6,022	(71)	0	0
자본의증가(감소)	86	234	0	0	0
배당금의 지급	1,356	617	19	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(682)	(1,011)	6,510	(1,273)	(849)
기초현금	3,051	2,370	1,358	7,869	6,595
기말현금	2,370	1,358	7,869	6,595	5,746
FCF	(2,980)	(5,096)	4,257	(900)	(462)

자료 : 한국전력 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	59,815	60,628	57,059	58,957	61,728
매출원가	52,099	58,208	53,344	53,333	54,575
매출총이익	7,716	2,420	3,716	5,624	7,153
매출총이익률 (%)	12.9	4.0	6.5	9.5	11.6
판매비와관리비	2,763	2,628	2,344	2,422	2,536
영업이익	4,953	(208)	1,372	3,202	4,617
영업이익률 (%)	8.3	(0.3)	2.4	5.4	7.5
비영업손익	(1,339)	(1,793)	(64)	(481)	(500)
순금융비용	266	627	1,306	263	230
외환관련손익	1,075	(356)	(199)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(108)	358	680	138	152
세전계속사업이익	3,614	(2,001)	1,308	2,721	4,117
세전계속사업이익률 (%)	6.0	(3.3)	2.3	4.6	6.7
계속사업법인세	2,173	(826)	439	612	926
계속사업이익	1,441	(1,174)	869	2,109	3,191
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,441	(1,174)	869	2,109	3,191
순이익률 (%)	2.4	(1.9)	1.5	3.6	5.2
지배주주	1,299	(1,315)	842	2,109	3,191
지배주주구속 순이익률(%)	2.2	(2.2)	1.5	3.6	5.2
비지배주주	143	140	27	0	0
총포괄이익	1,347	(1,281)	847	2,109	3,191
지배주주	1,230	(1,426)	817	2,109	3,191
비지배주주	116	145	30	0	0
EBITDA	14,727	9,817	11,996	13,826	15,241

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	(0.6)	1.4	(5.9)	3.3	4.7
영업이익	(58.7)	적전	흑전	133.4	44.2
세전계속사업이익	(65.6)	적전	흑전	108.1	51.3
EBITDA	(29.7)	(33.3)	22.2	15.3	10.2
EPS(계속사업)	(81.6)	적전	흑전	150.4	51.3
수익성 (%)					
ROE	1.8	(1.9)	1.2	2.9	4.3
ROA	0.8	(0.6)	0.5	1.1	1.6
EBITDA/이자비용(배)	24.6	162	21.0	23.5	24.7
안정성 (%)					
유동비율	81.7	90.4	102.9	99.2	97.6
부채비율	149.1	160.6	168.1	163.5	157.0
순차입금/자기자본	59.1	72.2	70.7	70.4	68.6
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,023	(2,048)	1,312	3,285	4,970
BPS	124,599	119,787	120,165	123,450	128,420
CFPS	18,302	15,426	18,028	20,415	22,123
주당 현금배당금	790	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.9	(16.2)	19.5	7.8	5.1
PER(최저)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR(최고)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR(최저)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	2.1	2.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(최고)	4.6	7.4	5.6	5.0	4.6
EV/EBITDA(최저)	2.1	2.1	1.4	1.3	1.2