SK COMPANY Analysis

SK securities

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

주가 하방은 막혔지만 위로 갈 지는 의문

3Q19 영업이익은 1 조 7,248 억원으로서 컨센서스 대비 +9.8% 상회하는 실적 예상됨. 원전가동률 회복이 더디지만 원재료 가격 하락효과가 서서히 반영되기 시작해 전년동기대비 개선된 실적 기대됨. 하반기에도 이런 실적 회복세는 지속될 것임. 다만 현 정부의 전기요금 정책 리스크를 감안할 때 주가의 상승세가 발생할 지에 대해서는 의문감이 있음. 거시경제 위기 대비 상대적 안정감에 지속적으로 주목해야 함

3Q19 영업이익 1 조 7,248 억원(QoQ 흑전 / YoY +23.6%) 추정

10/4 기준 컨센서스 1 조 5,715 억원 대비 +9.8% 상회하는 실적 예상됨. 원전가동률이 생각보다 더딘 회복세를 보이고 있지만, LNG 및 SMP 가격 하락이 호재로서 작용하여 전년동기대비 이익 상승이 예상되고 있음. 뿐만 아니라 석탄 가격도 연초 이후 지속적으로 하락하고 있어, 이러한 원재료 가격 하락에 따른 이익 회복세는 하반기에 더욱 커질 수 있을 것으로 기대됨.

정책리스크는 여전

최악의 이익을 보였던 국면에서부터 서서히 회복되고 있고, 하반기 이후로는 눈으로도 확인될 수 있을 것이기 때문에 현재 사상 최저에 근접한 valuation 에서 주가의 하방은 어느 정도 막혀 있는 것으로 파악됨. 다만 현 정부의 전기요금에 대한 정책기조 상 동사에 호재가 될 만한 요소를 딱히 기대하기는 어렵다는 것이 여전히 리스크임. KOSPI 및 거시경제의 불안 속에서 상대적 안정이라는 매력은 존재하겠지만, 절대주가 측면에서 기대를 걸 수 있을 지는 의문임

목표주가 32,000 원 유지

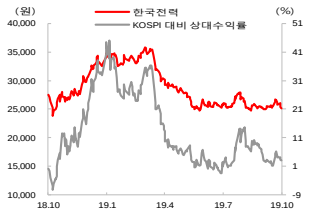
이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가 그대로 유지함

Analyst
손지우
jwshon@sks.co.kr
02-3773-8827

Company Data	
자본금	3,210 십억원
발행주식수	64,196 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	16,145 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	32.93%
정부	18.20%
외국인지분률	26.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(19/10/04)	25,150 원
KOSPI	2020.69 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	35,800 원
52주 최저가	23,850 원
60일 평균 거래대금	31 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.4%	-2.0%
6개월	-16.6%	-8.9%
12개월	-8.4%	3.1%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	60,627.6	57,495.0	56,926.8	57,864.5
yoy	%	2.1	(0.6)	1.4	(5.2)	(1.0)	1.6
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	(208.0)	1,658.7	2,962.8	3,292.9
yoy	%	5.8	(58.7)	적전	흑전	78.6	11.1
EBITDA	십억원	20,962.6	14,726.9	9,816.8	12,516.6	13,898.6	14,228.7
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(2,000.8)	2,506.6	1,363.8	1,670.1
순이익(지배주주)	십억원	7,048.6	1,298.7	(1,314.6)	2,218.7	1,162.5	1,423.5
영업이익률%	%	19.9	8.3	(0.3)	2.9	5.2	5.7
EBITDA%	%	34.8	24.6	16.2	21.8	24.4	24.6
순이익률	%	17.5	6.0	(3.3)	4.4	2.4	2.9
EPS(계속사업)	원	10,980	2,023	(2,048)	3,456	1,811	2,217
PER	배	4.0	18.9	(16.2)	7.3	14.0	11.4
PBR	배	0.36	0.31	0.28	0.21	0.21	0.21
EV/EBITDA	배	3.3	4.6	7.4	5.5	5.0	4.9
ROE	%	10.2	1.8	(1.9)	3.1	1.6	2.0
순차입금	십억원	41,016	43,108	51,358	52,609	53,263	53,877
부채비율	%	143.4	149.1	160.6	168.6	167.4	165.7

Analyst 손지우 jwshon@sks.co.kr / 02-3773-8827

3Q19 preview (단위, %, 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	16,409.8	15,174.6	15,248.4	13,071.0	15,565.0	(5.1)	19.1	16,239.4	(4.2)
영업이익	1,395.2	(788.5)	(629.9)	(298.7)	1,724.8	23.6	흑전	1,571.5	9.8
세전이익	1,108.7	(1,147.1)	(795.6)	(750.1)	2,129.9	92.1	흑전	1,247.9	70.7
지배순이익	708.6	(796.7)	(787.8)	(447.5)	1,815.4	156.2	흑전	994.0	82.6
영업이익률	8.5	(5.2)	(4.1)	(2.3)	11.1	2.6	13.4	9.7	1.4
세전이익률	6.8	(7.6)	(5.2)	(5.7)	13.7	6.9	19.4	7.7	6.0
지배주주순이익률	4.3	(5.2)	(5.2)	(3.4)	11.7	7.3	15.1	6.1	5.5

자료: SK 증권, Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목	
ROE(지배주주지분)	3.4%
Terminal Growth	2.0%
Cost of Equity	7.5%
Risk Free Rate	2.0%
Risk Premium	5.5%
Beta	1.0
Target P/B	0.26
3Q20E BPS(지배주주지분)	123,641
Target Price	32,315

	2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
ROE(지배주주지분)	-1.9%	4.7%	2.0%	2.2%	2.2%
weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Target ROE	3.4%				

자료: 한국전력, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
EPS(지배주주지분)	10,980	5,351	2,245	2,511	2,571
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,884				
3Q20E EPS	5,351				
3Q21E EPS	2,245				

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	23,304	27,188	31,072	34,956	38,840	42,724	46,608	50,492	54,376	58,260
TP by 3Q20E EPS	32,109	37,460	42,812	48,163	53,515	58,866	64,217	69,569	74,920	80,272
TP by 3Q21E EPS	13,468	15,713	17,958	20,203	22,447	24,692	26,937	29,182	31,426	33,671

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	57,059.4	58,957.3	60,627.6	57,495.0	56,926.8	0.0%	0.8%	-3.4%
YoY, %	*1.4%*	*-5.9%*	*3.3%*	*1.4%*	*-5.2%*	*-1.0%*			
영업이익	(208.0)	1,371.9	3,202.2	(208.0)	1,658.7	2,962.8	0.0%	20.9%	-7.5%
YoY, %	*적전*	*흑전*	*133.4%*	*적전*	*흑전*	*78.6%*			
EBITDA	9,816.8	11,996.2	13,826.5	9,816.8	12,516.6	13,898.6	0.0%	4.3%	0.5%
YoY, %	*-33.3%*	*22.2%*	*15.3%*	*-33.3%*	*27.5%*	*11.0%*			
순이익	(1,314.6)	842.3	2,108.8	(1,314.6)	2,218.7	1,162.5	0.0%	163.4%	-44.9%
YoY, %	*적전*	*흑전*	*150.4%*	*적전*	*흑전*	*-47.6%*			

자료: 한국전력, SK 증권

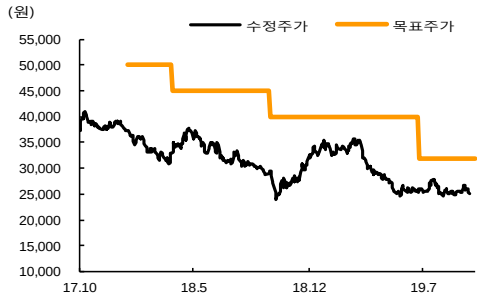
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
매출액	15,628.0	13,665.3	15,178.9	13,108.5	15,565.0	13,610.6	14,739.8	12,531.1	-0.4%	-0.4%	-2.9%	-4.4%
YoY, %	*-4.8%*	*-9.9%*	*-0.5%*	*4.7%*	*-5.1%*	*-10.3%*	*-3.3%*	*-4.1%*				
QoQ, %	*24.8%*	*-12.6%*	*11.1%*	*-13.6%*	*19.1%*	*-12.6%*	*8.3%*	*-15.0%*				
영업이익	1,443.0	1,045.8	1,065.6	(200.0)	1,724.8	862.4	1,365.1	903.5	19.5%	-17.5%	28.1%	-551.8%
YoY, %	*3.4%*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*23.6%*	*흑전*	*흑전*	*흑전*				
QoQ, %	*흑전*	*-27.5%*	*1.9%*	*적전*	*흑전*	*-50.0%*	*58.3%*	*-33.8%*				
EBITDA	4,099.0	3,701.9	3,721.6	2,456.1	4,458.7	3,596.3	4,099.0	3,637.4	8.8%	-2.9%	10.1%	48.1%
YoY, %	*5.2%*	*119.5%*	*83.7%*	*13.2%*	*14.4%*	*113.2%*	*102.3%*	*49.4%*				
QoQ, %	*89.0%*	*-9.7%*	*0.5%*	*-34.0%*	*83.1%*	*-19.3%*	*14.0%*	*-11.3%*				
순이익	1,127.2	888.1	735.7	(248.5)	1,815.4	1,638.7	824.3	447.5	61.1%	84.5%	12.0%	-280.1%
YoY, %	*59.1%*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*156.2%*	*흑전*	*흑전*	*흑전*				
QoQ, %	*흑전*	*-21.2%*	*-17.2%*	*적전*	*흑전*	*-9.7%*	*-49.7%*	*-45.7%*				

자료: 한국전력, SK 증권

Analyst 손지우 jwshon@sks.co.kr / 02-3773-8827

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.04	매수	32,000원	6개월		
2019.07.02	매수	32,000원	6개월	-19.26%	-12.66%
2019.04.01	매수	40,000원	6개월	-25.41%	-10.50%
2018.10.01	매수	40,000원	6개월	-21.81%	-10.50%
2018.07.09	매수	45,000원	6개월	-26.84%	-16.11%
2018.04.02	매수	45,000원	6개월	-22.91%	-16.11%
2018.01.08	매수	50,000원	6개월	-31.92%	-25.20%



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 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 (2019 년 10 월 4 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19,142	19,745	24,786	24,390	24,039
현금및현금성자산	2,370	1,358	7,148	6,493	5,879
매출채권및기타채권	7,725	7,463	6,904	7,022	7,142
재고자산	6,002	7,188	7,038	7,154	7,272
비유동자산	162,647	165,504	171,245	172,263	173,479
장기금융자산	2,888	3,011	1,266	1,266	1,266
유형자산	150,882	152,743	159,825	160,844	162,060
무형자산	1,190	1,229	1,463	1,463	1,463
자산총계	181,789	185,249	196,031	196,654	197,518
유동부채	23,424	21,842	24,164	24,230	24,297
단기금융부채	9,326	8,039	10,859	10,859	10,859
매입채무 및 기타채무	4,587	5,043	4,005	4,071	4,138
단기충당부채	1,723	1,459	1,787	1,787	1,787
비유동부채	85,400	92,315	98,895	98,895	98,895
장기금융부채	46,267	53,592	59,792	59,792	59,792
장기매입채무 및 기타채무	2,831	2,640	2,688	2,688	2,688
장기충당부채	16,232	16,592	16,929	16,929	16,929
부채총계	108,824	114,156	123,058	123,124	123,191
지배주주지분	71,681	69,744	71,600	72,157	72,955
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,079	2,071	2,071	2,071
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	53,371	51,519	53,289	53,846	54,643
비지배주주지분	1,283	1,349	1,372	1,372	1,372
자본총계	72,965	71,093	72,972	73,529	74,327
부채와자본총계	181,789	185,249	196,031	196,654	197,518

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	59,815	60,628	57,495	56,927	57,865
매출원가	52,099	58,208	53,086	51,101	51,662
매출총이익	7,716	2,420	4,409	5,825	6,203
매출총이익률 (%)	12.9	4.0	7.7	10.2	10.7
판매비와관리비	2,763	2,628	2,751	2,863	2,910
영업이익	4,953	(208)	1,659	2,963	3,293
영업이익률 (%)	8.3	(0.3)	2.9	5.2	5.7
비영업손익	(1,339)	(1,793)	848	(1,599)	(1,623)
순금융비용	266	627	2,974	281	254
외환관련손익	1,075	(356)	(396)	0	0
관계기업투자등 관련손익	(108)	358	248	139	142
세전계속사업이익	3,614	(2,001)	2,507	1,364	1,670
세전계속사업이익률 (%)	6.0	(3.3)	4.4	2.4	2.9
계속사업법인세	2,173	(826)	499	293	359
계속사업이익	1,441	(1,174)	2,008	1,071	1,311
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,441	(1,174)	2,008	1,071	1,311
순이익률 (%)	2.4	(1.9)	3.5	1.9	2.3
지배주주	1,299	(1,315)	2,219	1,162	1,423
지배주주귀속 순이익률(%)	2.2	(2.2)	3.9	2.0	2.5
비지배주주	143	140	(211)	(92)	(112)
총포괄이익	1,347	(1,281)	1,931	1,071	1,311
지배주주	1,230	(1,426)	2,137	1,162	1,423
비지배주주	116	145	(206)	(92)	(112)
EBITDA	14,727	9,817	12,517	13,899	14,229

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	11,143	6,505	12,118	12,701	12,938
당기순이익(손실)	1,441	(1,174)	2,008	1,071	1,311
비현금성항목등	16,493	13,130	12,590	11,824	11,824
유형자산감가상각비	9,774	10,025	10,858	10,936	10,936
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(6,719)	(3,105)	(1,732)	(888)	(888)
운전자본감소(증가)	(2,791)	(3,310)	(1,446)	(193)	(196)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(219)	186	547	(112)	(113)
재고자산감소(증가)	(523)	(1,186)	151	(116)	(118)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	327	475	(1,321)	34	35
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	2,173	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(12,500)	(12,839)	(13,388)	(11,955)	(12,152)
금융자산감소(증가)	519	(336)	(1,207)	0	0
유형자산감소(증가)	(12,450)	(12,033)	(12,100)	(11,955)	(12,152)
무형자산감소(증가)	(143)	(111)	(156)	0	0
기타	(426)	(360)	75	0	0
재무활동현금흐름	746	5,302	3,721	(514)	(514)
단기금융부채증가(감소)	370	(184)	849	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,776	6,022	2,908	0	0
자본의증가(감소)	86	234	0	0	0
배당금의 지급	0	54	54	54	54
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(682)	(1,011)	5,789	(654)	(614)
기초현금	3,051	2,370	1,358	7,148	6,493
기말현금	2,370	1,358	7,148	6,493	5,879
FCF	(2,980)	(5,096)	2,007	1,114	1,173

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	(0.6)	1.4	(5.2)	(1.0)	1.6
영업이익	(58.7)	적전	흑전	78.6	11.1
세전계속사업이익	(65.6)	적전	흑전	(45.6)	22.5
EBITDA	(29.7)	(33.3)	27.5	11.0	2.4
EPS(계속사업)	(81.6)	적전	흑전	(47.6)	22.5
수익성 (%)					
ROE	1.8	(1.9)	3.1	1.6	2.0
ROA	0.8	(0.6)	1.1	0.5	0.7
EBITDA마진	24.6	16.2	21.8	24.4	24.6
안정성 (%)					
유동비율	81.7	90.4	102.6	100.7	98.9
부채비율	149.1	160.6	168.6	167.4	165.7
순차입금/자기자본	59.1	72.2	72.1	72.4	72.5
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,023	(2,048)	3,456	1,811	2,217
BPS	124,599	119,787	121,063	121,931	123,173
CFPS	18,302	15,426	18,883	20,658	21,061
주당 현금배당금	790	n/a	n/a	800	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.9	(16.2)	7.3	14.0	11.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR(최저)					
PCR	2.1	2.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(최고)	4.6	7.4	5.5	5.0	4.9
EV/EBITDA(최저)					

자료 : 한국전력, SK증권 추정