

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손지우**

jwshon@skks.co.kr  
02-3773-8827

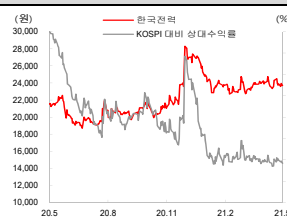
### Company Data

자본금	3,210 십억원
발행주식수	64,196 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	15,215 십억원
주요주주	
한국산업은행(외2)	51.14%
국민연금공단	6.94%
외국인지분률	16.10%
배당수익률	5.10%

### Stock Data

주가(21/05/20)	23,700 원
KOSPI	3162.28 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	28,300 원
52주 최저가	18,700 원
60일 평균 거래대금	70 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.3%	-0.5%
6개월	11.8%	-9.7%
12개월	10.0%	-30.8%

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 27,000 원(상향))

## 더 나빠질 것이 있을까

2021년 이후 시작된 원자재 가격의 급등과 연료비 연동제에 대한 실망감을 반영하여 주가는 다시 PBR 기준 저점 수준으로 하락했음. 물론 2020년 수준까지 추가하락 가능하지만, 높아진 KOSPI band와 더 악화될 영업요소는 보이지 않는다는 것을 감안할 때 추가하락 요인은 적은 것으로 판단됨. 오히려 현재 인플레이션 부담감이 반영되어 하반기 에너지 가격 하락 발생한다면 소폭반등 개연성 상존함

## 원자재 가격의 상승을 따라갈 수 있을까?

연말/연초 동사 주가 강세의 배경에는 여러가지 요인이 있었지만, 역시 가장 두드러지는 것은 연료비 연동제 시작 기대감이 있었음. 워낙 낮은 밸류에이션(PBR 기준 0.2~0.3x)에 머물러 있었기 때문에 이는 곧바로 주가 상승의 트리거 포인트가 되었음. 다만 2021년 이래 석탄(\$100/t 돌파), 석유(\$60/bbl 돌파) 가격의 상승 부담이 시작되었고, 결국 기대했던 연동제 시작이 늦춰지자 주가는 실망감을 고스란히 반영한 모습임

## 더 떨어질 요인이 없다는 것이 유일한 위안

1분기 연료비 구매비용에서 석탄이 차지하는 비중은 51.9%까지 하락했음. LNG의 사용량 급증(YoY +15.1%) 등을 감안할 때 발전mix의 대체가 현실화되고 있음을 알 수 있음. 저가인 석탄이 줄어들고 LNG 부담이 높아진다는 것은 실적에서도 악재임. 연료비연동제에 대한 기대감을 높이기 어려운 시점. 다만 주가가 다시 PBR 기준 저점 수준으로 회귀를 했고, 석탄과 석유가격의 상단이 잡힌 모습이 나왔으며, 인플레이션 우려감 또한 커지고 있다는 것을 감안한다면 추가적으로 주가가 더욱 하락할 요인은 많지 않다는 판단임

## 목표주가 25,000 원 → 27,000 원 상향 / 투자이견 매수 유지

하반기 실적부담을 감안하면 2021년 실적약세가 불가피하겠지만, 석탄/석유의 구조적 상승은 어렵다는 것을 감안한다면 2022년 이후 실적추정치 변경 요인은 많지 않다는 판단임. 오히려 하락반전 가능성 있기에 이를 감안하여 목표주가 소폭 상향 조정함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,569.3	52,890.3	51,104.0	50,631.8
yoy	%	1.4	(2.4)	(1.0)	(9.7)	(3.4)	(0.9)
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	4,086.3	1,023.8	3,311.5	3,751.2
yoy	%	적전	적지	흑전	(74.9)	223.4	13.3
EBITDA	십억원	9,809.3	9,847.2	15,626.2	13,001.0	15,288.7	15,728.4
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	2,991.5	1,138.9	2,703.0	3,297.4
순이익(지배주주)	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,991.3	865.2	2,053.4	2,504.9
영업이익률%	%	(0.3)	(2.2)	7.0	1.9	6.5	7.4
EBITDA%	%	16.2	16.6	26.7	24.6	29.9	31.1
순이익률	%	(3.3)	(5.5)	5.1	2.2	5.3	6.5
EPS(계속사업)	원	(2,048)	(3,654)	3,102	1,348	3,199	3,902
PER	배	(16.2)	(7.6)	8.8	17.6	7.4	6.1
PBR	배	0.28	0.24	0.23	0.20	0.20	0.19
EV/EBITDA	배	7.4	8.0	5.0	5.6	4.8	4.6
ROE	%	(1.9)	(3.4)	2.9	1.2	2.9	3.5
순차입금	십억원	51,191	60,943	61,138	57,759	57,497	56,648
부채비율	%	160.6	186.8	187.5	182.4	178.9	174.5

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2020	2Q22E	2Q23E	2Q24E	2Q25E
ROE(지배주주지분)	2.9%	ROE(지배주주지분)	2.9%	2.8%	2.3%	3.4%	3.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	6.0%	<b>Target ROE</b>	<b>2.9%</b>				
Risk Free Rate	1.5%						
Risk Premium	4.5%						
Beta	1.0						
<b>Target P/B</b>	<b>0.23</b>						
2Q22E BPS(지배주주지분)	118,685						
<b>Target Price</b>	<b>27,087</b>						

자료: 한국전력 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2020	2Q22E	2Q23E	2Q24E	2Q25E
EPS(지배주주지분)	10,980	3,006	2,479	3,814	3,860
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,148				
2Q22E EPS	3,006				
2Q23E EPS	2,479				

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	18,886	22,034	25,181	28,329	31,477	34,625	37,772	40,920	44,068	47,215
TP by 2Q22E EPS	18,038	21,045	24,051	27,057	30,064	33,070	36,076	39,083	42,089	45,095
TP by 2Q23E EPS	14,873	17,352	19,831	22,310	24,789	27,268	29,747	32,226	34,704	37,183

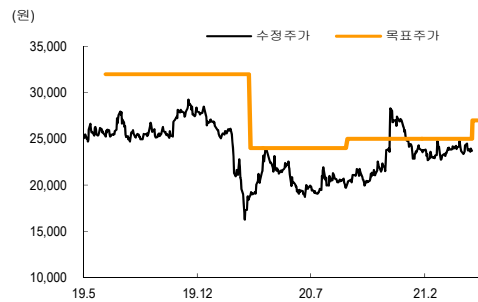
자료: 한국전력 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
매출액	58,569.3	53,299.8	53,110.5	58,569.3	52,890.3	51,104.0	0.0%	-0.8%	-3.8%
YoY %	-1.0%	-9.0%	-0.4%	-1.0%	-9.7%	-3.4%			
영업이익	4,086.3	3,799.9	3,395.6	4,086.3	1,023.8	3,311.5	0.0%	-73.1%	-2.5%
YoY %	흑전	-7.0%	-10.6%	흑전	-74.9%	223.4%			
EBITDA	15,626.2	15,329.2	14,924.9	15,626.2	13,001.0	15,288.7	0.0%	-15.2%	2.4%
YoY %	58.7%	-1.9%	-2.6%	58.7%	-16.8%	17.6%			
순이익	1,991.3	1,891.7	1,528.2	1,991.3	865.2	2,053.4	0.0%	-54.3%	34.4%
YoY %	흑전	-5.0%	-19.2%	흑전	-56.6%	137.3%			

자료: 한국전력 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.05.21	매수	27,000원	6개월		
2020.09.28	매수	25,000원	6개월	-6.77%	13.20%
2020.03.30	매수	24,000원	6개월	-14.25%	-0.63%
2019.10.07	매수	32,000원	6개월	-20.06%	-8.59%
2019.07.02	매수	32,000원	6개월	-19.30%	-12.66%



### Compliance Notice

- 작성자(손자우)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 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 (2021년 5월 21일 기준)

매수	90.84%	중립	9.16%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	19,483	20,562	17,817	17,977	18,724
현금및현금성자산	1,810	2,030	5,408	5,670	6,519
매출채권및기타채권	7,642	7,862	6,416	6,354	6,293
재고자산	7,051	6,743	3,802	3,767	3,732
<b>비유동자산</b>	178,115	182,580	182,055	183,190	184,204
장기금융자산	2,563	2,473	1,428	1,428	1,428
유형자산	164,702	168,709	170,303	171,438	172,451
무형자산	1,168	1,154	605	605	605
<b>자산총계</b>	197,598	203,142	199,873	201,167	202,929
<b>유동부채</b>	24,232	25,881	23,749	23,702	23,655
단기금융부채	8,289	9,674	10,588	10,588	10,588
매입채무 및 기타채무	6,175	5,937	5,062	5,015	4,969
단기충당부채	947	1,034	969	969	969
<b>비유동부채</b>	104,476	106,594	105,344	105,344	105,344
장기금융부채	63,659	63,567	63,409	63,409	63,409
장기매입채무 및 기타채무	2,542	2,446	2,325	2,325	2,325
장기충당부채	19,066	20,076	20,989	20,989	20,989
<b>부채총계</b>	128,708	132,475	129,092	129,046	128,999
<b>지배주주지분</b>	67,496	69,297	69,410	70,751	72,559
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,070	2,068	2,068	2,068	2,068
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	49,202	51,134	51,247	52,588	54,396
비지배주주지분	1,393	1,370	1,370	1,370	1,370
<b>자본총계</b>	68,890	70,667	70,780	72,121	73,929
<b>부채외자본총계</b>	197,598	203,142	199,873	201,167	202,929

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	8,213	13,208	19,157	16,814	17,280
당기순이익(손실)	(2,264)	2,092	894	2,122	2,588
비현금성항목등	15,769	16,317	14,620	14,620	14,620
유형자산감가상각비	11,124	11,540	11,977	11,977	11,977
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(4,646)	(4,777)	(2,643)	(2,643)	(2,643)
운전자본감소(증가)	(3,193)	(2,889)	3,643	73	72
매출채권및기타채권의 감소(증가)	155	(223)	1,086	58	58
재고자산감소(증가)	138	308	2,941	35	35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(552)	(253)	(384)	(21)	(20)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	(1,002)	899	245	581	709
<b>투자활동현금흐름</b>	(13,499)	(14,832)	(13,570)	(13,112)	(12,991)
금융자산감소(증가)	618	(1,183)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(13,478)	(12,950)	(13,570)	(13,112)	(12,991)
무형자산감소(증가)	(22)	(110)	0	0	0
기타	(418)	(590)	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	5,775	1,881	(781)	(781)	(781)
단기금융부채증가(감소)	189	345	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	6,153	2,193	0	0	0
자본의증가(감소)	523	332	0	0	0
배당금의 지급	113	95	781	781	781
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	452	219	3,379	262	849
기초현금	1,358	1,810	2,030	5,408	5,670
기말현금	1,810	2,030	5,408	5,670	6,519
FCF	(992)	2,261	1,936	1,520	1,986

자료 : 한국전력, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	59,173	58,569	52,890	51,104	50,632
<b>매출원가</b>	57,780	51,805	49,161	45,178	44,291
<b>매출총이익</b>	1,393	6,765	3,729	5,926	6,341
매출총이익률 (%)	2.4	11.5	7.1	11.6	12.5
<b>판매비와관리비</b>	2,670	2,678	2,705	2,614	2,590
<b>영업이익</b>	(1,277)	4,086	1,024	3,311	3,751
영업이익률 (%)	(2.2)	7.0	1.9	6.5	7.4
<b>비영업손익</b>	(993)	(454)	115	(608)	(454)
순금융비용	1,010	1,510	1,840	1,117	1,271
외환관련손익	(412)	736	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	(3,266)	2,992	1,139	2,703	3,297
세전계속사업이익률 (%)	(5.5)	5.1	2.2	5.3	6.5
<b>계속사업법인세</b>	(1,002)	899	245	581	709
<b>계속사업이익</b>	(2,264)	2,092	894	2,122	2,588
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	(2,264)	2,092	894	2,122	2,588
순이익률 (%)	(3.8)	3.6	1.7	4.2	5.1
<b>지배주주</b>	(2,346)	1,991	865	2,053	2,505
지배주주귀속 순이익률(%)	(4.0)	3.4	1.6	4.0	4.9
비지배주주	82	101	29	68	84
총포괄이익	(2,128)	1,873	894	2,122	2,588
지배주주	(2,239)	1,803	865	2,053	2,505
비지배주주	111	70	29	68	84
<b>EBITDA</b>	9,847	15,626	13,001	15,289	15,728

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(2.4)	(1.0)	(9.7)	(3.4)	(0.9)
영업이익	적지	흑전	(74.9)	223.4	133
세전계속사업이익	적지	흑전	(61.9)	137.3	220
EBITDA	0.4	58.7	(16.8)	17.6	2.9
EPS(계속사업)	적지	흑전	(56.6)	137.3	220
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	(3.4)	2.9	1.2	2.9	3.5
ROA	(1.2)	1.0	0.4	1.1	1.3
EBITDA마진	16.6	26.7	24.6	29.9	31.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	80.4	79.4	75.0	75.8	79.2
부채비율	186.8	187.5	182.4	178.9	174.5
순차입금/자기자본	88.5	86.5	81.6	79.7	76.6
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.1	(0.0)	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	(3,654)	3,102	1,348	3,199	3,902
BPS	114,423	117,623	118,656	120,745	123,561
CFPS	15,949	22,428	19,909	22,706	23,244
주당 현금배당금	n/a	1,216	1,216	1,216	1,216
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	(7.6)	8.8	17.6	7.4	6.1
PER(최저)					
PBR(최고)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR(최저)					
PCR	1.7	1.2	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA(최고)	8.0	5.0	5.6	4.8	4.6
EV/EBITDA(최저)					