

2021. 4. 2



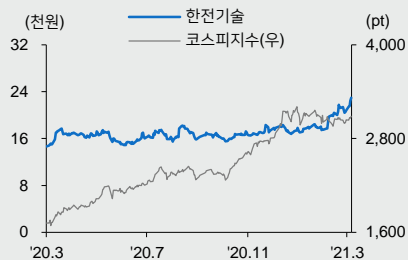
▲ 유틸리티/철강
Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-원
현재주가 (4.1)	23,000 원
상승여력	-
KOSPI	3,087.40pt
시가총액	8,791억원
발행주식수	3,822만주
유동주식비율	31.30%
외국인비중	2.98%
52주 최고/최저가	23,000원/14,850원
평균거래대금	46.1억원
주요주주(%)	
한국전력공사 외 1 인	67.83

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	31.4	41.1	51.8
상대주가	28.3	6.4	-17.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	506.0	12.3	22.6	591	50.5	10,745	40.0	2.2	30.4	5.6	88.8
2017	490.2	32.9	32.5	849	43.6	11,958	28.0	2.0	17.4	7.5	66.8
2018	433.7	21.5	12.9	339	-60.1	12,072	61.7	1.7	16.1	2.8	67.2
2019	448.6	44.1	26.4	691	104.1	12,878	29.0	1.6	9.5	5.5	49.4
2020	431.7	29.0	20.2	528	-23.6	13,058	33.8	1.4	11.6	4.1	40.1

한전기술 052690

해상풍력 EPC 사업자로의 재평가 필요

- ✓ 세계적 원자력 발전소 설계 업체
- ✓ 국내 원전 수주 부재로 외형 축소 중이나 최근 신재생 등 신규성장동력 발굴
- ✓ 이집트, 체코 등 해외 원전 수주 기대감이 부각 중. 국내 원전 빈자리 메꿀 전망
- ✓ 국내 해상풍력 개화되는 가운데 동사는 최근 창사 최초 해상풍력 EPC 계약 공시
- ✓ 한국전력 해상풍력 사업 확장 시 동사의 해상풍력 EPC 수주 규모 확대 가능

월드클래스 원전 설계 사업자

동사는 원자력 위주의 세계적 발전소 설계 업체이다. 컨설팅 업체에 가까운 사업 구조로 인건비가 전체 비용 중 50% 이상을 차지한다. 지난 5년 동안 친환경 에너지 전환에 따른 국내 원전 수주 감소로 외형 축소가 지속되고 있으나 최근 신재생, 중소형원전, 원전사후관리 등을 신규 성장 동력으로 삼고 있다.

다시 떠오르는 해외 원전 수주 기대감

태양광, 풍력, 수소 등 재생에너지로의 전환은 거스를 수 없는 변화이다. 그런데 동유럽 등 일부 지역에서는 친환경 발전으로 나아가는 중간 단계로 원전을 이용하고 있다. 한국수력원자력 및 한국전력은 이집트, 체코, 사우디 등에서 원전 수주를 시도 중이며, 성공 시 동사의 원전 사업 축소도 완화될 전망이다.

한전이 해상풍력을 한다면 최대 수혜는 동사에게

해상풍력은 대규모 토목 사업으로 전체 사업비의 10~20%가 EPC 사업자의 몫이다. 향후 시장 개화와 함께 동사의 풍력 수주 성장이 기대된다. 동사는 3월 31일 창사 최초로 해상풍력 EPC 계약을 공시하기도 했다(2,290억원). 현재 한림해상풍력 프로젝트(100MW)를 추진 중이며, 부산 해기청사 해상풍력 프로젝트(40MW)에도 우선협상대상자로 선정됐다. 전남개발공사와도 '19년 4월 MOU를 맺고 신안 해상풍력 사업에 기술 지원을 할 계획이다. 한편, 한국전력의 신재생에너지 발전 진출을 허용하는 전기사업법 개정안은 그 당위성에 대한 의구심이 있으나, 투자 관점에서는 해당 법안이 통과될 시 동사에게 최대 수혜가 돌아간다. 한편, 3월 24일에는 800억원 규모의 바이오매스 EPC 사업을 공시하는 등 해상풍력 외 신재생에너지 EPC 사업 진출에도 주목해볼만 한다.

기업 개요: 월드클래스 원전 설계 사업자

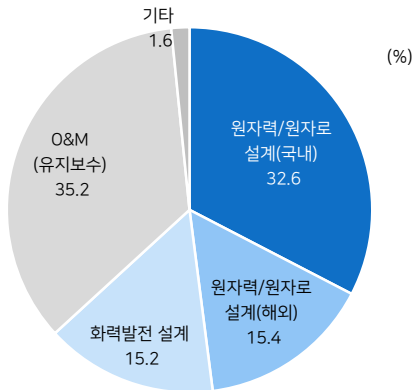
세계적 원전 설계 사업자인
한전기술

한국전력의 자회사인 동사는 발전소 설계 업체로 특히 원자력 관련 매출이 80%에 달한다. 원자로 계통설계와 종합설계 모두 수행 가능한 세계 유일한 업체이며, 국내 원전 설계를 독점하고 있다. 설계 용역을 제공하는 컨설팅 업체에 가까운 사업구조로 인건비가 전체 비용 중 대략 80%를 차지한다. 신재생에너지 EPC, 탄소포집, 중소형원전, 핵융합, 원전사후관리 등을 신 성장동력으로 삼고 있다.

신규 원전 수주 감소에 따른 외형
감소 지속 중

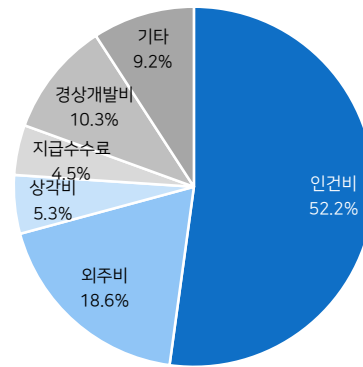
2015년 이후 원전 신규 건설 감소에 따라 외형 감소가 이어져 왔다. 2021년~2022년 준공되는 신고리 5,6호기를 제외하면 마땅한 대형 수주가 없어 장기적 먹거리 부재도 투자 위험으로 남아 있다. 다만 1,500~2,000억원에 달하는 유지보수 매출액, 탄소 배출 저감 등을 위한 성능 개선 공사, 형상관리 등의 수요를 감안하면 최악의 상황에서도 일정 수준의 사업 규모 유지는 가능한 구조이다.

그림1 한전기술 2020년 사업별 매출액 비중



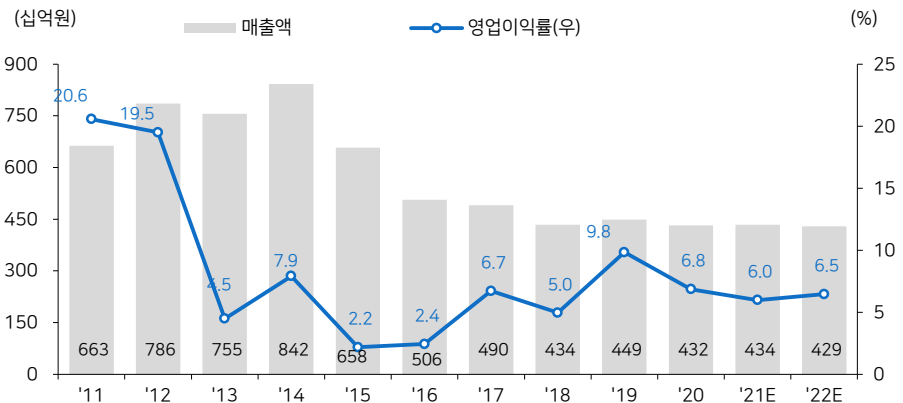
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2020년 주요 원가 항목: 인건비가 절반 이상



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한전기술 실적 추이 및 전망: 매출액은 4,000억원 초반대 횡보 중



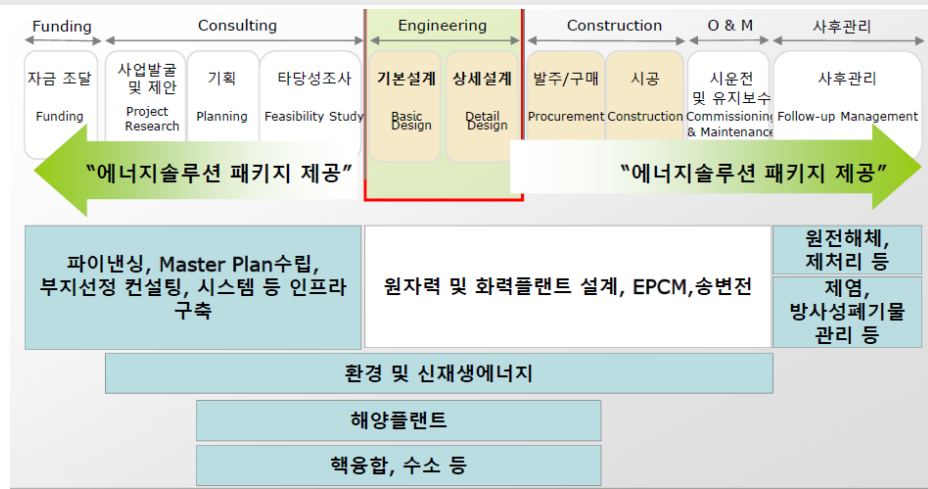
주: 전망치는 컨센서스 기준. 자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 2020년 말 기준 주요 수주 현황: 신고리 5,6호기 준공 이후 찾아보기 힘든 국내 먹거리

구분	발주처	사업명	최초계약일	완공예정일	기본 도금액 (십억원)	계약잔액 (십억원)
원자력	한국수력원자력	신한울 1,2호기 종합설계용역	2009.05.29	2021.08.31	368.3	10.4
		신고리 5,6호기 종합설계용역	2014.04.11	2023.03.31	432.6	82.8
		신한울3,4호기 종합설계용역	2016.03.18	2023.12.31	426.3	344.6
		신고리5,6호기 설계형상관리체계 구축 용역	2019.02.25	2023.10.31	24.6	12.8
	한국전력공사	UAE 원전 종합설계용역	2010.03.25	2020.12.31	790.1	7.9
한국원자력연구원	해양원자력시스템 육상실증시설 종합설계용역	2019.12.20	2022.12.15	75.5	50.2	
에너지신사업	한국중부발전(주)	신보령 1,2호기 건설사업 설계기술용역	2011.01.10	2021.10.31	110.1	0.2
		신서천화력 건설사업 설계기술용역	2014.06.11	2023.12.31	70.9	9.6
	한국서부발전(주)	태안화력 9,10호기 종합설계	2011.06.01	2024.09.30	112.8	12.9
	에스케이건설(주)	고성그린파워 종합설계용역	2014.05.13	2022.01.31	88.6	6.4
원자로	두산중공업	신한울1,2호기 원자로계통설계용역	2009.07.31	2021.08.31	129.7	4.7
		UAE원전 원자로계통설계용역	2010.06.30	2020.12.31	181.6	5.9
		신고리5,6호기 원자로계통설계용역	2014.08.28	2023.03.31	159.6	44.9

주: 신한울 3,4호기는 현재 공사 중단. 자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한전기술의 사업 영역



자료: 한전기술, 메리츠증권 리서치센터

다시 돌아온 해외 원전 수주 기대감

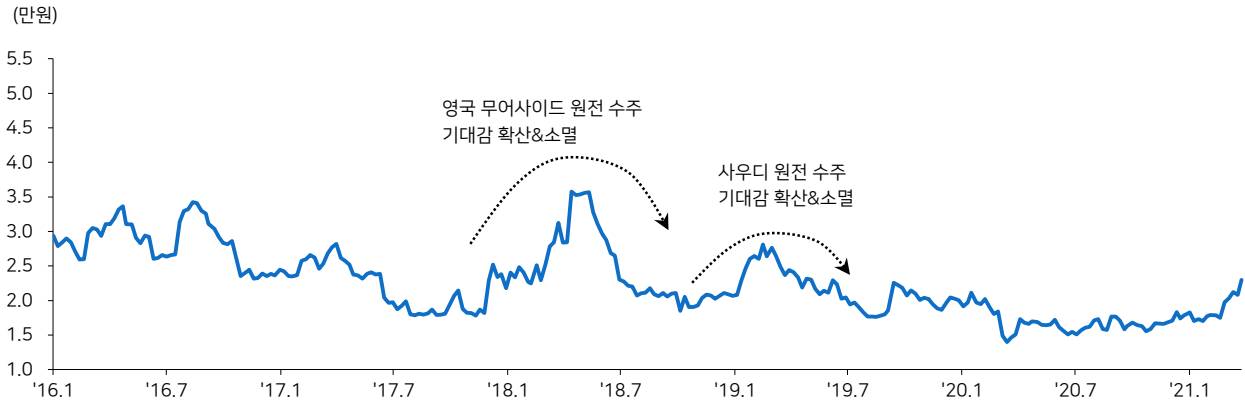
일부 지역에서는 여전히 원자력 발전 프로젝트 진행

태양광, 풍력, 수소 등 재생에너지로의 발전 믹스는 거스를 수 없는 변화이다. 그런데 동유럽 등 일부 지역에서는 친환경 발전으로 나아가는 중간 단계로 원전을 이용하고 있다. 아직 확정되지는 않았으나, 유럽 의회 산하 JRC(Joint Research Centre)는 EU Taxonomy 관련 보고서 초안을 통해 원자력 발전을 친환경성을 일부 인정하기도 했다. 해당 연구를 기반으로 세계 및 금융 측면에서 혜택이 발생된다면 건설 기간이 7~8년에 달하는 원자력 프로젝트에 특히 힘이 될 수 있다.

한국수력원자력의 이집트, 체코 원전 수주 노력에 주목

최근 한국전력, 한국수력원자력 역시 해외 원전 수주에 노력을 기울이고 있다. 특히 이집트 엘다바 원전, 체코 두코바니 원전 프로젝트에 주목해야 한다. 2022년 착공 앞둔 이집트 엘다바는 2차측 분야 EPC 사업자 선정이 임박했으며, 체코 두코바니는 강력한 경쟁자인 러시아가 최근 정치 안보 관련 이슈로 후보자 명단에서 제외될 수 있다는 관측이 제시되고 있다.

그림5 한전기술 5개년 주가 추이: 가장 큰 주가 트리거는 해외 원전 수주 기대감



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 한전과 한수원의 해외 원전 수주 노력

주체	국가	내용
한국 전력	사우디	<ul style="list-style-type: none"> 1,200~1,600MW급 규모의 신규 원전 2기 건설 최종 계약을 거쳐 2025년 본공사 착수 목표
	영국	<ul style="list-style-type: none"> 21.7조원 투입해 3GW 규모의 원전 3기 건설 도시바(뉴젠)가 사업을 청산해 2018년 사업 중단 현재 사업권이 영국 정부로 반환. 다시 협상을 거쳐 2024년까지 사업권을 확보한다는 목표
한국 수력 원자력	이집트	<ul style="list-style-type: none"> 2028년 운전 목표로 2022년 착공. 4기 건설 예정 (터빈건물, 옥외 시설물 등)의 EPC를 수주 협의 중
	체코	<ul style="list-style-type: none"> 두코바니에 1,000~1,200MW급 원전 1기 건설 추진 2023년 최종 공급사 선정. 2029년 착공
	폴란드	<ul style="list-style-type: none"> 총 6000~9000MW 규모의 신규 원전 6기 건설 추진
	루마니아	<ul style="list-style-type: none"> 체르나보다 원전 삼중수소제거설비(TRF) 입찰 계획

자료: 서울경제, 부산일보 등 언론. 메리츠증권 리서치센터

이제 열리는 거대한 해상풍력 시장, 동사의 Captive도 열일 중

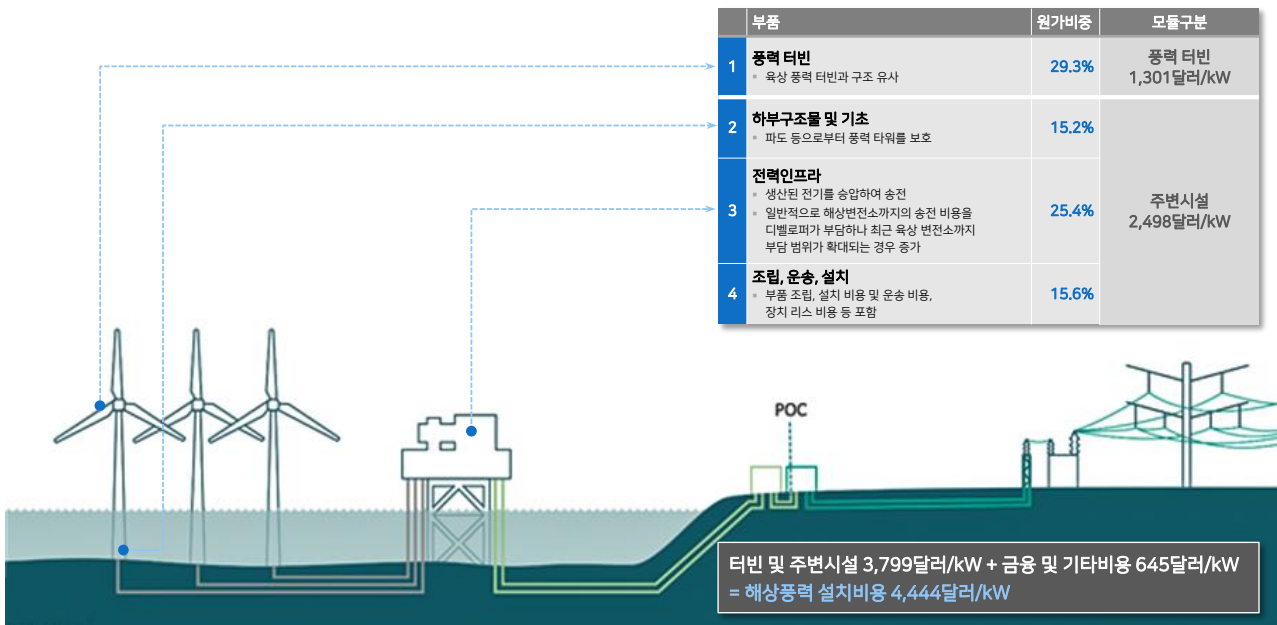
개화되는 국내 해상풍력 시장

국내 정부는 12GW의 해상풍력 설치를 목표로 하고 있다. 대략 5~60조원의 사업비의 거대한 시장이 열리는 셈이다. 여기서 EPC 사업자의 몫은 대략 10~20% 수준으로 추정된다. 동사 역시 다수의 해상풍력 EPC 계약 입찰을 시도 중이다.

해상풍력 사업에 적극적인 한전

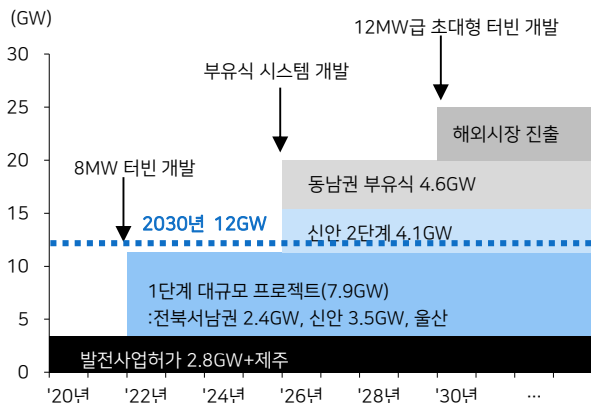
국내 해상풍력 시장에서는 한국전력이 중요 역할을 할 가능성이 높다. 한전은 부사장 직속으로 '해상풍력사업단'을 발족하는 등 적극적인 모습이다. 한전의 신재생 에너지 발전 사업을 허용하는 전기사업법 개정안이 통과될 시 사업은 더욱 탄력을 받는다. 법안의 타당성에 대해서는 논란이 있으나, 투자 관점에서는 동사의 Captive 물량이 확보된다는 점에서 법안 통과가 강력한 호재로 작용할 전망이다.

그림6 해상풍력 발전 단지 구조 및 설치 원가



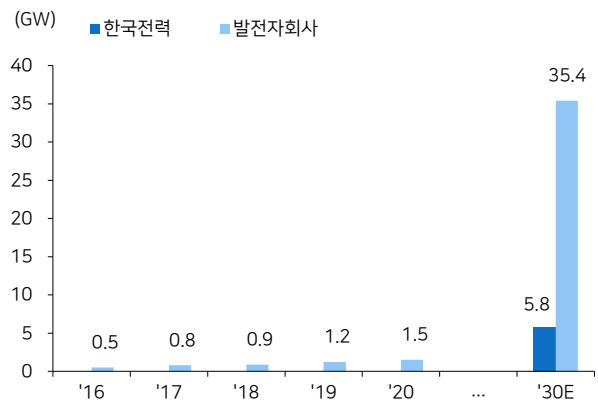
주: 원가 정보는 Cost of Wind Energy Review, NREL, 2018을 바탕으로 재구성. 해당 자료는 미국 내 5.5MW 해상 풍력 발전기 109개를 대상으로 조사
자료: NREL, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 해상풍력 설치 계획 종합



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국전력의 신재생에너지 설치 용량 목표



자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한전기술 (052690)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	506.0	490.2	433.7	448.6	431.7
매출액증가율 (%)	-23.1	-3.1	-11.5	3.4	-3.8
매출원가	334.4	338.1	296.9	324.5	308.7
매출총이익	171.6	152.1	136.8	124.1	123.0
판매관리비	159.3	119.2	115.3	80.1	94.0
영업이익	12.3	32.9	21.5	44.1	29.0
영업이익률	2.4	6.7	5.0	9.8	6.7
금융손익	8.3	5.4	1.6	2.6	1.9
중속/관계기업손익	-2.2	-1.0	-0.0	-0.1	0.6
기타영업외손익	11.4	10.7	-3.3	-12.2	-5.1
세전계속사업이익	29.8	48.0	19.8	34.3	26.4
법인세비용	7.2	15.5	6.9	7.9	6.3
당기순이익	22.6	32.5	12.9	26.4	20.2
지배주주지분 손이익	22.6	32.5	12.9	26.4	20.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	255.9	257.5	281.4	257.6	235.8
현금및현금성자산	21.5	18.4	31.5	69.3	37.0
매출채권	26.8	31.5	27.1	35.3	27.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	519.6	504.6	490.1	477.6	463.4
유형자산	328.1	314.4	300.7	290.3	281.9
무형자산	57.3	64.6	61.9	46.4	40.8
투자자산	48.5	35.9	39.8	40.4	40.9
자산총계	775.5	762.2	771.5	735.2	699.2
유동부채	286.6	221.9	248.4	223.5	186.3
매입채무	43.8	32.5	15.9	34.7	17.3
단기차입금	61.8	9.1	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	30.0	0.0	30.0	0.0	0.0
비유동부채	78.2	83.3	61.7	19.5	13.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	30.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	364.8	305.1	310.1	243.0	200.2
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.2	0.2	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	413.2	459.5	464.4	495.3	502.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	410.7	457.0	461.4	492.2	499.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	18.8	62.6	81.0	27.1	15.2
당기순이익(손실)	22.6	32.5	12.9	26.4	20.2
유형자산상각비	15.5	15.2	14.9	19.7	15.9
무형자산상각비	4.1	4.4	9.5	9.4	8.4
운전자본의 증감	-84.3	-76.2	-20.6	-81.5	-70.1
투자활동 현금흐름	-7.6	-8.6	-50.6	47.2	-34.3
유형자산의증가(CAPEX)	-5.8	-1.4	-1.2	-2.4	-4.1
투자자산의감소(증가)	-2.7	12.6	-3.9	-0.8	0.1
재무활동 현금흐름	-4.2	-56.9	-17.4	-36.4	-13.1
차입금의 증감	3.4	-52.7	-9.1	-29.2	0.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.2	-3.1	13.1	37.9	-32.3
기초현금	15.3	21.5	18.4	31.5	69.3
기말현금	21.5	18.4	31.5	69.3	37.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020
주당데이터(원)					
SPS	13,240	12,826	11,348	11,738	11,296
EPS(지배주주)	591	849	339	691	528
CFPS	3,066	3,519	3,279	2,950	2,565
EBITDAPS	835	1,375	1,201	1,915	1,396
BPS	10,745	11,958	12,072	12,878	13,058
DPS	110	220	140	310	282
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.7	1.5	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	40.0	28.0	61.7	29.0	33.8
PCR	7.7	6.8	6.4	6.8	7.0
PSR	1.8	1.9	1.8	1.7	1.6
PBR	2.2	2.0	1.7	1.6	1.4
EBITDA	31.9	52.6	45.9	73.2	53.4
EV/EBITDA	30.4	17.4	16.1	9.5	11.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.6	7.5	2.8	5.5	4.1
EBITDA 이익률	6.3	10.7	10.6	16.3	12.4
부채비율	88.8	66.8	67.2	49.4	40.1
금융비용부담률	0.2	0.0	0.2	0.0	0.0
이자보상배율(x)	11.4	160.2	29.4	680.2	557.5
매출채권회전율(x)	16.0	16.8	14.8	14.4	13.7
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.