

유틸리티

큰 게 온다

2022년 전망 시리즈 **5**

유틸리티 (Overweight)

큰 게 온다

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
씨에스윈드 (112610)	Buy	95,000원
두산퓨얼셀 (336260)	Buy	71,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
LS ELECTRIC (010120)	Buy	77,000원
한국가스공사 (036460)	Buy	55,000원
한전 KPS (051600)	Buy	52,000원



유틸리티/철강

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Contents

산업분석

Part I	Big Noise 대선 노이즈에서 자유로운 투자대상 찾기	09
Part II	Big Turnaround 전력기기, 실적 및 모멘텀 측면에서 턴어라운드	29

기업분석

	씨에스윈드 (112610) Big Turnaround	48
	두산퓨얼셀 (336260) 수소의 필요성은 누구나 공감	52
	LS ELECTRIC (010120) 실적 개선주로서의 매력	56
	한국가스공사 (036460) 여전히 저평가	60
	한전 KPS (051600) 합리적 가격에 접근 가능한 원전주	64
	한전기술 (052690) 원전 수출 시장 개화시 가장 탄력적 수혜	68
	한국전력 (015760) 요금 인상이 절실한 2022년	73

Summary

큰 게 온다

Big Noise

대선 노이즈에서 자유로운 투자대상 찾기

I

- 규제 산업인 유틸리티는 정권 교체가 하나의 큰 이벤트. 2022년 3월 9일 대선을 전후로 하여 발전 믹스/요금 조정 측면에서 정책 불확실성이 상당. 대선 결과가 예측의 영역이 아닌 만큼 노이즈에서 자유로울 수 있는 투자 대안 필요
- 국내 재생에너지/원자력 밸류체인은 정책 방향성에 큰 영향을 받는 반면, 1)수소 산업은 정권 성향에 대한 민감도가 상대적으로 낮다는 측면에서 안정적. 2)국내와 상관없는 수출 시장에도 주목 필요.
- 정책을 떠나 LS ELECTRIC, SGC에너지, 한국가스공사 등은 4Q21을 기점으로 실적 개선주로서 관심 필요
- 한국전력은 국제유가, 석탄 가격의 역대급 상승으로 2022년 창사 최대 적자 불가피. 연말/연초 전력요금 인상이 절실
- 과거 정권 교체 시기의 전력 요금 조정 추이를 살펴보면 정권 성향과 상관없이 정권 초반부에는 탄력적인 변화가 없었음

Big Turnaround

전력기기, 실적 및 모멘텀 측면에서 턴어라운드

II

- 2021년은 원자재 가격 상승으로 석유, 가스 등 전통에너지 관련 주식들이 부각. 재생에너지/수소 밸류체인은 부진
- 풍력 밸류체인을 괴롭혀왔던 원자재 가격 상승은 3Q21을 저점으로 점진적 개선 전망
- 씨에스윈드, 두산퓨얼셀 등은 2022년 증설 효과 본격화되는 반면 주가 하락으로 밸류에이션 확보
- 미국 2차 인프라 패키지, CHPS 제도 도입 등 정책 이벤트가 상승 트리거. 불확실성 남아 있으나 연말/연초 가시화 전망
- 탄소 중립을 위해서는 중장기적으로 포트폴리오에 재생에너지/수소 밸류체인 편입 필수. 지금이 매수 적기
- 최근 원자력 관련주들의 가파른 주가 상승은 수수 풀, 정책 측면에서 구체적 변화없었다라는 점에서 다소 부담
- 그러나 원자력 Big-Cycle 가능성을 생각해본다면 중장기적으로는 밸류에이션 추가 상승 가능. 중국의 연간 원전 10기 건설 계획(15년 간 150기)만 하더라도 최근 글로벌 연간 착공 건수 5개 내외 대비 큰 Upside이며, 연초 EU Taxnomy 등을 분기점으로 선진국들의 발주 증가도 기대

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. 국내 정책	<ul style="list-style-type: none"> 발전 믹스 요금 정책 	<ul style="list-style-type: none"> 탈석탄 정책 둔화 요금 유지 	<ul style="list-style-type: none"> 현 발전 믹스 정책 유지 기후환경요금, 연료비조정단가 인상 	<ul style="list-style-type: none"> 재생에너지, 원전 동반 확대 기준연료비 본격 인상
	2. 원자재	<ul style="list-style-type: none"> 유가, 천연가스, 석탄 철강/금속 	<ul style="list-style-type: none"> 두바이유 2022년 90달러 이상으로 상승 천연가스, 석탄 가격 재차 상승 금속 가격 연말 이후 추가 상승 	<ul style="list-style-type: none"> 두바이유 2022년 평균 80달러 초중반. 천연가스, 석탄 가격 4Q21 고점으로 점진적 하락 금속 가격 3Q21 고점으로 점진적 하락 	<ul style="list-style-type: none"> 두바이유 2022년 평균 70달러 초반으로 안정화. 천연가스, 석탄 가격 4Q21 고점으로 급격한 하락 금속 가격 3Q21 고점으로 점진적 하락
	3. 수출 시장	<ul style="list-style-type: none"> 미국 2차 인프라 패키지 국내 수소법 개정안 EU Taxonomy 및 원자력 시장 	<ul style="list-style-type: none"> 2Q22 이후로 발표지연, 예산 규모 축소 CHPS 2Q21 이후로 발표 지연 EU Green Taxonomy 원자력 미포함. 원전 수주 실적 없음 	<ul style="list-style-type: none"> 12월 초 현안대로 통과 CHPS 통해 2022년 연 300MW 규모의 발전용 원료전지 수주 발생 EU Green Taxonomy 원자력 포함. 개도국에서 1~2기의 원전 수주 	<ul style="list-style-type: none"> CEPP 포함 예산안 확대 CHPS 통해 2022년 연 400MW 규모의 발전용 원료전지 수주 발생 유럽, 개도국 뿐만 아니라 중국까지 원전 수출 범위 확대
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"> 전체 업황에 대한 민감도가 낮은 실적 개선주 위주로 접근 단기 급등한 원전 관련 밸류체인은 투자 자제 	<ul style="list-style-type: none"> 정책 노이즈에 대한 민감도가 낮은 수소, 재생에너지 수출 업체 위주로 접근 실적 개선주에도 주목 	<ul style="list-style-type: none"> 원전 밸류체인 및 한국전력 위주로 접근 발전원을 가리기 보다는 전력기기 전반적으로 적극 Overweight 필요
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none"> LS ELECTRIC, 한국가스공사, SGC에너지 	<ul style="list-style-type: none"> 씨에스윈드, 두산퓨얼셀 LS ELECTRIC, 한국가스공사, SGC에너지 	<ul style="list-style-type: none"> 한전기술, 한국전력 씨에스윈드, 두산퓨얼셀

기업분석

종목	투자판단	적정주가
씨에스윈드 (112610)	Buy	95,000원
두산퓨얼셀 (336260)	Buy	71,000원
LS ELECTRIC (010120)	Buy	77,000원
한국가스공사 (036460)	Buy	55,000원
한전 KPS (051600)	Buy	52,000원
한전기술(052690)	Hold	81,000원
한국전력(015760)	Hold	26,000원

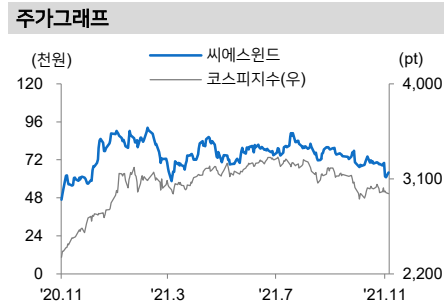
씨에스윈드(112610) Big Turnaround

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	95,000원
현재주가 (11. 8)	64,100원
상승여력	48.2%
KOSPI	2,960.20pt
시가총액	27,032억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	56.38%
외국인비중	11.25%
52주 최고/최저가	92,300원/53,618원
평균거래대금	312.7억원
주요주주(%)	
김성권 외 22 인	43.46
국민연금공단	9.83

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	-14.4	19.6
상대주가	-6.0	-7.6	-2.4



2022년 약재 해소, 인수 효과 본격화로 실적 개선 본격화

- 4Q21부터 생산 정상화로 매출 +35.3% YoY 증가. 2022년 매출은 인수 효과로 +65.4% YoY 증가 예상
- 안정적인 재무 구조와 시장 수요 성장 감안 시 2022년에도 아시아 하부구조물, 미국 해상풍력 타워 공장 및 그 외의 추가 투자 계획 발표 가능성 풍부

미국 인프라 패키지에 가장 직접적인 수혜

- 미국 2차 인프라 패키지 연내 통과 예상. 이를 통해 2022년 글로벌 풍력 설치량 역성장 우려 완화될 전망. 동사는 2021년 인수한 미국 법인에서 5~6,000억원 창출 가능
- 국내 매출액이 미미한 동사 입장에서 국내 정책 방향은 '개선되면 좋은' 긍정적 불확실성

탄소 중립의 핵심에 저렴하게 투자할 수 있는 기회

- 풍력 원재료비의 대부분을 차지하는 철강 가격은 4Q21을 기점으로 하락세로 전환. 글로벌 풍력 산업 시장의 수익성 악화도 3Q21을 저점으로 개선될 전망
- 최근 주가 하락, 2022년 실적 급증으로 2022년 기준 PER 22.4배로 밸류에이션 매력 확보
- 투자의견 Buy, 적정주가 95,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	799.4	60.1	31.9	874	391.5	9,338	20.6	1.9	10.1	9.9	98.9
2020	969.1	97.6	30.9	845	-3.1	11,314	104.8	7.8	25.5	8.2	98.6
2021E	1,106.3	96.8	77.6	1,867	108.2	22,545	34.3	2.8	20.2	11.4	51.9
2022E	1,829.9	166.7	120.5	2,857	53.6	24,928	22.4	2.6	12.7	12.0	55.5
2023E	2,253.8	218.4	159.4	3,936	32.4	28,236	16.3	2.3	9.9	14.8	50.5

씨에스윈드 실적 전망

2022년 전망 시리즈 5
유틸리티

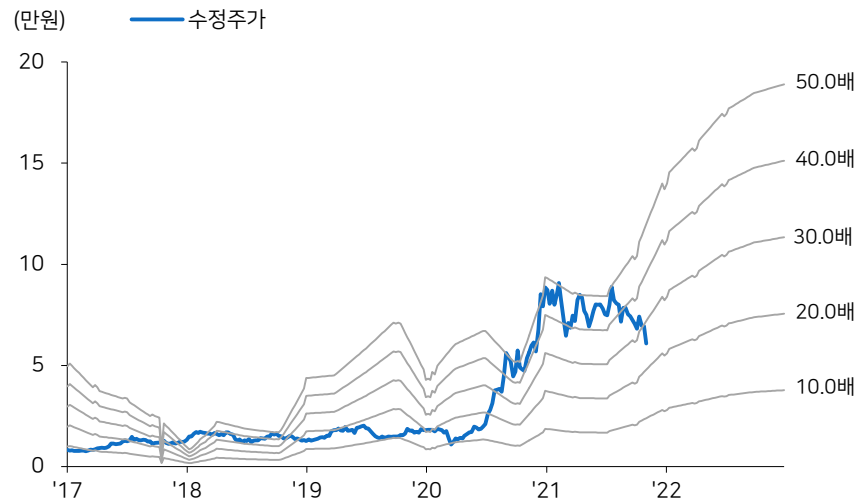
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출	181.0	240.6	273.3	274.1	242.1	279.0	214.5	370.8	799.4	969.1	1,106.3	1,829.9
매출 성장률(% YoY)	3.4	0.4	46.8	38.1	33.7	15.9	-21.5	35.3	59.2	21.2	14.2	65.4
주요 생산 법인	156.4	216.5	248.7	243.9	214.4	249.0	191.4	252.5	799.4	865.5	907.2	1,084.6
씨에스베어링	24.6	24.1	24.7	30.2	27.8	30.0	23.1	28.3	0.0	103.5	109.1	155.3
CSW America	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	70.0	0.0	0.0	70.0	490.0
ASM Industries	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0	20.0	100.0
영업이익	16.2	24.2	31.7	25.4	31.6	28.2	12.8	24.1	60.1	97.6	96.8	166.7
영업이익률(%)	9.0	10.1	11.6	9.3	13.0	10.1	6.0	6.5	7.5	10.1	8.7	9.1
영업이익 성장률(% YoY)	19.7	91.4	73.5	62.6	94.2	16.7	-59.5	-5.1	83.7	62.3	-0.8	72.3
주요 생산 법인	13.6	21.5	29.8	23.1	30.3	26.5	16.7	22.9	60.1	88.1	96.4	113.4
씨에스베어링	2.6	2.7	1.9	2.4	1.2	1.8	1.2	2.0	0.0	9.5	6.1	17.1
CSW America	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0	-0.4	34.0
ASM Industries	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0	-0.4	2.2
금융손익	2.1	-2.6	-3.4	-3.5	2.6	0.6	-2.2	-2.2	-9.9	-7.4	-1.2	-12.5
기타손익	-1.2	-1.7	0.1	-28.4	-0.6	-0.2	0.6	0.5	-10.2	-31.2	0.3	2.8
중속, 지배, 관계기업 손익	-0.1	-0.4	-0.3	-0.4	0.2	1.8	0.8	1.0	-0.2	-1.2	3.8	4.1
세전이익	17.1	19.4	28.1	-6.9	33.7	30.4	12.1	23.4	39.9	57.8	99.6	161.1
법인세비용	3.6	4.4	7.4	8.8	5.6	7.2	1.8	5.4	5.2	24.2	20.0	37.1
당기순이익	13.5	15.0	20.8	-15.7	28.1	23.2	10.3	18.0	34.7	33.6	79.6	124.1
순이익률(%)	7.4	6.2	7.6	-5.7	11.6	8.3	4.8	4.9	4.3	3.5	7.2	6.8
순이익 성장률(% YoY)	16.2	146.5	78.6	적전	108.7	54.5	-50.5	흑전	391.5	-3.1	137.0	55.8

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 밸류에이션 점검

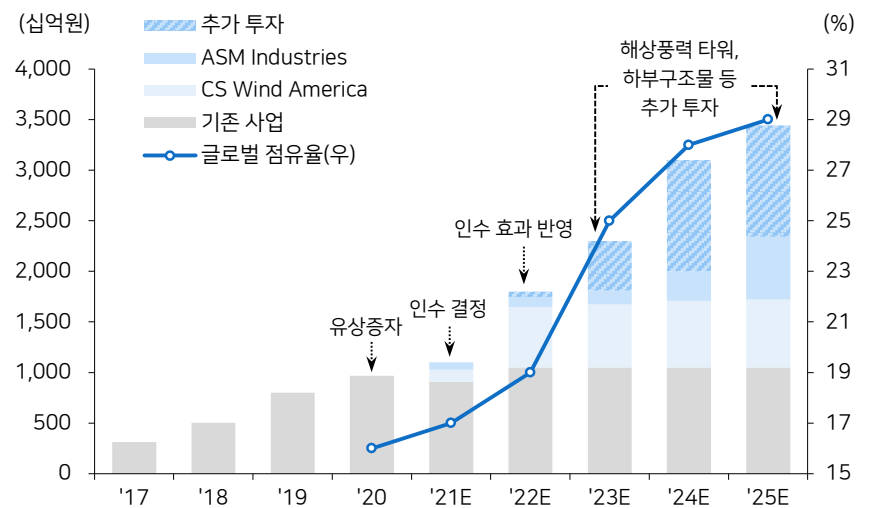
- 씨에스윈드의 12개월 선행 PER은 실적 부진 리스크가 이어지기 전 40~50배 수준까지 상승(당시 실적 예상치로는 30~40배 수준). 현재 25배 수준까지 하락
- 2022년 이후로도 공격적 투자 통해 2024년까지 3조원 이상의 매출 달성 목표

씨에스윈드 12개월 선행 PER 밴드



자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 중장기 매출 목표 재구성



주: CSW America와 ASM Industries 사업 목표와 2024년 30억 달러 매출액 달성 목표는 회사의 중장기 경영 목표에 포함된 수치. 이외는 회사 목표에 맞추어 메리츠증권이 재구성한 수치
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드(112610)

2022년 전망 시리즈 5

유틸리티

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	799.4	969.1	1,106.3	1,829.9	2,253.8
매출액증가율(%)	59.2	21.2	14.2	65.4	23.2
매출원가	685.8	821.1	948.8	1,544.3	1,888.9
매출총이익	113.6	148.0	157.5	285.7	364.9
판매비와관리비	53.5	50.4	60.8	119.0	146.5
영업이익	60.1	97.6	96.8	166.7	218.4
영업이익률(%)	7.5	10.1	8.7	9.1	9.7
금융손익	-9.9	-7.4	-1.2	-12.5	-11.6
중속/관계기업관련손익	-0.2	-1.2	3.8	4.1	4.0
기타영업외손익	-10.2	-31.2	0.3	2.8	2.5
세전계속사업이익	39.9	57.8	99.6	161.1	213.3
법인세비용	5.2	24.2	20.0	37.1	49.1
당기순이익	34.7	33.6	79.6	124.1	164.3
지배주주지분 순이익	31.9	30.9	77.6	120.5	159.4
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	426.7	547.2	882.2	994.8	1,082.8
현금및현금성자산	83.9	91.8	286.2	176.0	203.2
매출채권	156.1	201.9	249.3	349.5	376.2
재고자산	118.9	204.5	252.5	354.0	381.0
비유동자산	308.9	333.5	612.5	696.9	772.7
유형자산	227.9	272.5	532.3	607.1	680.3
무형자산	22.2	21.0	21.9	21.4	20.9
투자자산	13.4	12.9	17.2	27.3	30.4
자산총계	735.6	880.7	1,494.7	1,691.7	1,855.4
유동부채	313.8	332.2	401.7	485.8	502.5
매입채무	91.5	146.3	180.7	253.3	272.6
단기차입금	129.5	138.2	165.2	156.9	149.1
유동성장기부채	13.1	8.0	6.7	6.7	6.7
비유동부채	52.0	104.9	108.8	117.7	120.4
사채	0.0	17.8	18.4	18.4	18.4
장기차입금	19.0	63.1	62.4	62.4	62.4
부채총계	365.8	437.1	510.5	603.5	622.9
자본금	8.6	8.6	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	184.1	210.4	660.4	660.4	660.4
기타포괄이익누계액	-1.1	-24.5	-9.6	-9.6	-9.6
이익잉여금	195.8	218.6	278.9	379.4	518.9
비지배주주지분	28.9	30.4	33.4	36.9	41.8
자본총계	369.8	443.5	984.1	1,088.2	1,232.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	85.7	24.0	59.7	55.0	192.0
당기순이익(손실)	34.7	33.6	79.6	124.1	164.3
유형자산감가상각비	20.0	27.8	34.6	51.2	59.1
무형자산상각비	1.5	1.5	1.0	0.5	0.5
운전자본의 증감	10.2	-79.6	-39.5	-120.8	-31.8
투자활동 현금흐름	-66.4	-110.3	-340.6	-137.9	-137.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-87.7	-110.2	-290.0	-126.0	-132.3
투자자산의 감소(증가)	-1.6	0.5	-4.4	-10.1	-3.1
재무활동 현금흐름	23.4	109.4	469.5	-27.1	-27.5
차입금증감	50.8	13.8	26.3	-7.1	-7.6
자본의증가	2.0	26.3	462.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	43.8	7.9	194.3	-110.1	27.1
기초현금	40.1	83.9	91.8	286.1	176.0
기말현금	83.9	91.8	286.1	176.0	203.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	21,893	26,540	26,610	43,393	53,444
EPS(지배주주)	874	845	1,867	2,857	3,936
CFPS	2,317	3,490	3,312	5,371	6,798
EBITDAPS	2,235	3,476	3,183	5,180	6,591
BPS	9,338	11,314	22,545	24,928	28,236
DPS	218	473	473	473	473
배당수익률(%)	1.2	0.5	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	20.6	104.8	34.3	22.4	16.3
PCR	7.8	25.4	19.4	11.9	9.4
PSR	0.8	3.3	2.4	1.5	1.2
PBR	1.9	7.8	2.8	2.6	2.3
EBITDA	81.6	126.9	132.3	218.5	278.0
EV/EBITDA	10.1	25.5	20.2	12.7	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	8.2	11.4	12.0	14.8
EBITDA이익률	10.2	13.1	12.0	11.9	12.3
부채비율	98.9	98.6	51.9	55.5	50.5
금융비용부담률	1.3	0.9	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	5.7	11.4	9.0	10.8	14.3
매출채권회전율(x)	5.3	5.4	4.9	6.1	6.2
재고자산회전율(x)	6.0	6.0	4.8	6.0	6.1

두산퓨얼셀(336260) 수소의 필요성은 누구나 공감

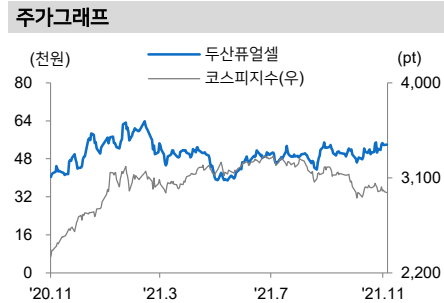
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	71,000원
현재주가 (11.8)	54,000원
상승여력	31.5%
KOSPI	2,960.20pt
시가총액	35,367억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	60.73%
외국인비중	15.86%
52주 최고/최저가	63,800원/38,900원
평균거래대금	517.9억원

주요주주(%)	
두산중공업 외 16 인	38.45
국민연금공단	7.76

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.3	37.3	29.6
상대주가	12.0	45.6	5.3



얼어 붙었던 수주, 이제 풀린다

- 142MW의 2021년 연간 수주 가이드스 중 기수주분 28MW를 제외한 대부분이 연말, 연초에 집중될 전망
- 중국 수출 시장 진출, 수소충전소향 Tri-gen 모델 공급 등 Target 시장을 넓히는 이벤트들도 긍정적

수소법 개정, 미국 인프라 정책 기대감

- CHPS(Clean Hydrogen Portfolio Standard)를 비롯한 수소법 개정안 연말/연초 발표 기대. 늘 그렇듯 발표 시기는 불확실성이 있지만 10월 NDC 사항안이 발표됐다는 점에서 논의 본격화될 가능성 높다는 판단
- 미국 2차 인프라 패키지에 '그린 수소' 세제 혜택 포함. 통과 시 글로벌 수소 밸류체인의 멀티플 확장 예상

친환경 관련주 중 정책, 매크로 리스크로부터 민감도가 낮은 옵션

- 에너지 종목은 정책 리스크로부터 자유로울 수 없으나, 동사는 상대적으로 그 민감도가 낮다는 판단. Energy Carrier로서 수소는 발전 믹스를 어떻게 가져가더라도 그 역할이 필요하기 때문
- 원자재 가격 상승 리스크에서도 자유로움. 오히려 재생에너지 간헐성 보완을 위한 수소의 필요성이 강화
- 투자의견 Buy, 적정주가 71,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	221.2	19.5	11.9	830		2,278	10.4	3.8	25.0	7.1	197.3
2020	461.8	26.0	14.2	248	-70.1	6,262	215.9	8.5	103.8	4.2	54.2
2021E	399.1	20.4	12.0	183	-26.3	6,406	295.7	8.4	118.7	2.3	65.8
2022E	933.4	79.7	64.1	979	436.1	7,189	55.2	7.5	37.4	11.5	73.6
2023E	1,254.6	139.9	108.7	1,660	69.6	8,517	32.5	6.3	21.8	16.9	85.7

두산퓨얼셀 실적 전망

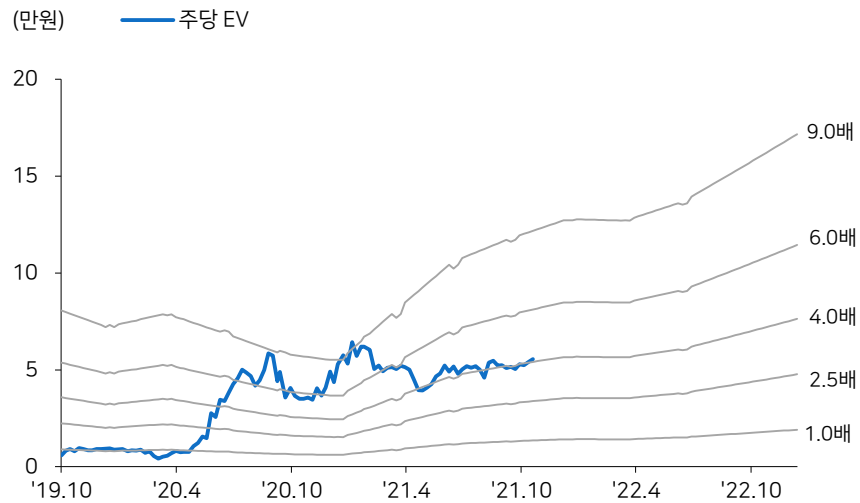
2022년 전망 시리즈 5
유틸리티

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
주요 가정															
수주(MW)	40.0	20.0	0.0	48.0	6.0	0.0	22.0	110.0	129.0	108.0	138.0	202.2	339.8	362.4	383.2
주기기 ASP 증가율(% YoY)	-3.0	N/A	N/A	-6.0	-9.1	N/A	-3.0	-3.0			-6.7	-3.0	-3.1	-3.2	-3.2
실적 전망															
매출	20.1	110.1	174.0	157.7	72.0	55.6	122.7	148.8	221.2	461.8	399.1	933.4	1,254.6	1,526.3	1,654.8
매출액 성장률(% YoY)			#DIV/0!	-28.7	0.0	-49.5	-29.5	-5.6	54.4	108.8	-13.6	133.9	34.4	21.7	8.4
연료전지 주기기	3.4	93.9	157.3	140.4	50.8	34.4	91.5	123.5	210.0	395.0	300.2	768.0	1,013.0	1,185.3	1,226.5
LTSA	16.7	16.1	16.8	17.2	21.2	21.2	22.5	25.2	11.2	66.8	90.1	165.3	241.6	340.9	428.3
LTSA 비중(%)	83.2	14.6	9.7	10.9	29.5	38.1	18.3	17.0	5.0	14.5	22.6	17.7	19.3	22.3	25.9
매출원가	19.5	92.8	155.8	143.2	65.1	48.5	109.0	130.0	195.5	411.2	352.5	806.9	1,052.0	1,258.5	1,355.4
판관비	5.2	4.7	5.7	8.9	6.6	6.0	6.1	7.4	6.2	24.6	26.2	46.7	62.7	76.3	82.7
영업이익	-4.6	12.6	12.5	5.6	0.3	1.0	7.6	11.4	19.5	26.0	20.4	79.7	139.9	191.5	216.7
영업이익률(%)	-23.1	11.4	7.2	3.6	0.4	1.9	6.2	7.7	8.8	5.6	5.1	8.5	11.1	12.5	13.1
금융손익	4.9	2.8	1.5	7.4	6.7	0.0	1.0	0.4	4.4	16.5	8.1	3.6	2.5	-7.4	-7.5
기타손익	-0.2	-1.3	-1.2	-1.1	0.1	1.5	-0.1	0.0	0.4	-3.8	1.5	0.5	0.2	0.1	0.0
종속, 지배, 관계기업 손익	0.0	0.8	0.5	0.4	0.5	-0.2	0.2	0.2	-1.6	1.6	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
세전이익	-4.1	11.8	10.1	0.5	2.0	0.6	8.7	12.0	16.0	18.3	23.4	84.4	143.0	184.8	209.7
법인세비용	-0.7	2.6	2.7	-0.6	6.3	0.2	2.1	2.9	4.1	4.1	11.5	20.2	34.3	44.3	50.3
법인세율(%)	16.6	22.3	26.8	-106.5	309.8	30.2	24.0	24.0	25.9	22.3	48.9	24.0	24.0	24.0	24.0
당기순이익	-3.4	9.1	7.4	1.1	-4.3	0.4	6.6	9.1	11.9	14.2	12.0	64.1	108.7	140.4	159.4
순이익률(%)	-17.1	8.3	4.2	0.7	-5.9	0.8	5.4	6.1	5.4	3.1	3.0	6.9	8.7	9.2	9.6
PER(배)									41.0	246.9	300.6	56.1	33.1	25.6	22.6

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

- 두산퓨얼셀의 12개월 EV/Sales는 수소 사업 기대감이 본격화되던 2020년 9배까지 상승 이후 최근 4배로 안정화
- 최근 주가는 외국인 지분율과 동행. 기업 간 경쟁 이슈보다는 산업 성장을 좌우할 수 있는 정책 이슈가 주요 주가 드라이버

두산퓨얼셀 12개월 EV/Sales 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 주가 vs 외국인 지분율 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀(336260)

2022년 전망 시리즈 5

유틸리티

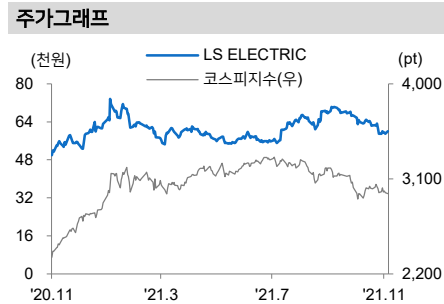
Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	221.2	461.8	399.1	933.4	1,254.6
매출액증가율(%)		108.8	-13.6	133.9	34.4
매출원가	195.5	411.2	352.5	807.0	1,052.0
매출총이익	25.7	50.6	46.5	126.4	202.6
판매비와관리비	6.2	24.6	26.2	46.7	62.7
영업이익	19.5	26.0	20.4	79.7	139.9
영업이익률(%)	8.8	5.6	5.1	8.5	11.1
금융손익	-2.3	-5.6	0.8	3.6	2.5
종속/관계기업관련손익	-1.6	1.6	0.7	0.5	0.6
기타영업외손익	0.4	-3.8	1.6	0.5	0.2
세전계속사업이익	16.0	18.3	23.4	84.4	143.0
법인세비용	4.1	4.1	11.5	20.3	34.3
당기순이익	11.9	14.2	12.0	64.1	108.7
지배주주지분 순이익	11.9	14.2	12.0	64.1	108.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	408.4	652.0	679.8	774.2	950.5
현금및현금성자산	133.3	132.4	76.6	142.9	44.9
매출채권	95.3	72.1	108.2	162.3	257.5
재고자산	77.7	112.3	168.4	252.6	400.7
비유동자산	87.4	138.2	189.5	247.5	344.0
유형자산	42.7	51.3	94.9	151.7	245.9
무형자산	28.6	28.0	33.4	33.0	32.6
투자자산	4.4	7.9	7.7	9.3	12.1
자산총계	495.8	790.2	869.3	1,021.7	1,294.5
유동부채	225.3	264.6	254.0	336.6	490.7
매입채무	43.2	74.0	69.9	104.3	165.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	32.0
유동성장기부채	1.4	100.3	99.0	95.1	91.3
비유동부채	103.7	131.1	91.1	96.7	106.7
사채	98.8	0.0	75.0	75.0	75.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	329.0	277.6	345.1	433.3	597.4
자본금	7.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	148.5	479.4	479.4	479.4	479.4
기타포괄이익누계액	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	10.6	24.5	36.5	100.6	209.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.8	512.5	524.3	588.4	697.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	121.7	-76.0	-87.4	-6.7	-12.4
당기순이익(손실)	11.9	14.2	12.0	64.1	108.7
유형자산감가상각비	1.3	6.0	9.5	19.7	37.8
무형자산상각비	0.3	1.3	0.9	0.4	0.4
운전자본의 증감	94.1	-119.2	-116.3	-91.0	-159.3
투자활동 현금흐름	-22.8	-255.5	-40.3	66.9	-103.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	-12.8	-46.7	-76.5	-132.0
투자자산의 감소(증가)	-6.0	-1.5	1.4	-1.6	-2.8
재무활동 현금흐름	0.4	330.6	72.0	6.1	18.3
차입금증감	101.1	0.1	77.4	6.1	18.3
자본의증가	155.7	331.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	99.3	-0.9	-55.7	66.3	-98.0
기초현금	34.0	133.3	132.4	76.6	142.9
기말현금	133.3	132.4	76.6	142.9	44.9
Key Financial Data					
(단위)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	15,457	8,066	6,093	14,251	19,156
EPS(지배주주)	830	248	183	979	1,660
CFPS	1,944	959	711	1,539	2,730
EBITDAPS	1,476	583	469	1,524	2,719
BPS	2,278	6,262	6,406	7,189	8,517
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	215.9	295.7	55.2	32.5
PCR	4.4	55.8	75.9	35.1	19.8
PSR	0.6	6.6	8.9	3.8	2.8
PBR	3.8	8.5	8.4	7.5	6.3
EBITDA	21.1	33.4	30.7	99.8	178.1
EV/EBITDA	25.0	103.8	118.7	37.4	21.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	4.2	2.3	11.5	16.9
EBITDA이익률	9.5	7.2	7.7	10.7	14.2
부채비율	197.3	54.2	65.8	73.6	85.7
금융비용부담률	0.6	1.1	1.6	1.0	0.8
이자보상배율(x)	15.0	5.3	3.2	8.9	14.7
매출채권회전율(x)	2.3	5.5	4.4	6.9	6.0
재고자산회전율(x)	2.8	4.9	2.8	4.4	3.8

Buy

적정주가 (12개월)	77,000원
현재주가 (11.8)	60,000원
상승여력	28.3%
KOSPI	2,960.20pt
시가총액	18,000억원
발행주식수	3,000만주
유동주식비율	51.75%
외국인비중	18.54%
52주 최고/최저가	73,600원/51,400원
평균거래대금	74.9억원
주요주주(%)	
LS	46.00
국민연금공단	12.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	5.1	16.7
상대주가	-6.2	13.5	-4.7



4Q21 연내 가장 큰 폭의 실적 개선에 주목

- 4Q21 연결 영업이익은 581억원(+77.9% YoY)을 기록하며 큰 폭의 증익 가능할 전망
- 배터리, 데이터센터향 수주분이 매출액에 본격적으로 인식되는 가운데 타 사업부문도 꾸준히 개선
- 3Q21 전력 수주 잔고 역시 2Q21과 비슷한 수준. 2022년 연간 증익도 가능할 전망

신재생 EPC 사업 수주 기대감

- 근 시일 내에 연료전지, 태양광 사업 등에서 유의미한 규모의 수주 기대 가능. 전기차, 수소차용 부품 매출도 견고한 성장세를 시현 중. 2022년에는 신재생에너지 사업 흑자 전환 기대
- ESS 수주 잔고가 많이 내려왔다는 측면에서, 신재생에너지 사업부가 발목을 잡을 가능성은 낮음.

실적 개선주로서의 매력에 주목

- 과거 주가 흐름은 실적 방향성을 충실히 반영. 증익이 기대되는 시점에서는 적극 매수 필요
- 현 12개월 선행 PER은 14.7배 수준으로 역사적인 평균 17배를 하회하는 상황
- 투자 의견 Buy, 적정주가 77,000원 유지

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,346.9	168.6	103.9	3,462	-22.1	45,353	15.8	1.2	6.5	7.8	86.3
2020	2,402.7	133.7	85.2	2,839	-17.0	47,050	22.2	1.3	7.9	6.1	79.7
2021E	2,694.2	168.9	99.2	3,307	17.4	49,315	18.1	1.2	6.6	6.9	93.9
2022E	3,027.7	196.5	122.8	4,095	23.0	52,237	14.7	1.1	5.8	8.1	88.6
2023E	3,128.9	207.7	138.4	4,615	12.7	55,678	13.0	1.1	5.3	8.6	82.6

LS ELECTRIC 실적 전망

2022년 전망 시리즈 5
유틸리티

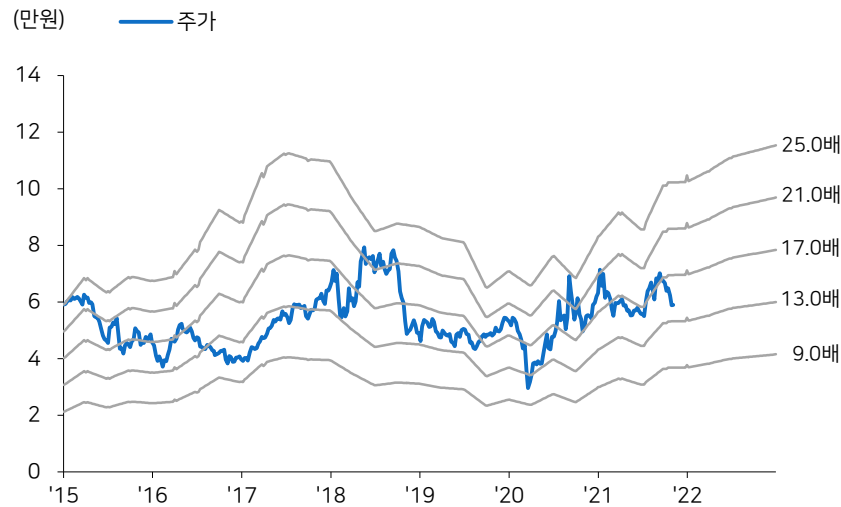
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
연결 매출	635.6	598.3	558.6	610.2	589.4	643.3	682.6	778.9	2,346.9	2,402.7	2,694.2	3,027.7
매출 성장률(% YoY)	22.6	3.0	1.9	-12.7	-7.3	7.5	22.2	27.6	-5.6	2.4	12.1	12.4
별도 매출	509.7	469.1	408.1	467.8	423.0	458.0	461.8	573.3	1,810.1	1,854.6	1,916.1	2,222.8
전력기기	168.5	167.8	152.4	154.1	183.7	179.1	172.4	172.0	661.9	642.8	707.2	700.1
전력인프라	157.6	166.7	128.3	140.4	121.7	131.2	139.0	194.8	622.7	593.1	586.7	629.4
자동차	70.7	69.8	70.6	71.0	83.8	89.0	83.3	83.8	269.0	282.1	339.9	350.1
융합	112.8	64.7	56.7	102.3	33.8	58.7	67.1	122.7	256.6	336.5	282.3	543.1
자회사 매출	136.5	148.9	144.9	149.3	189.1	208.6	233.7	222.4	593.5	579.7	853.8	869.6
연결 조정	10.6	-19.7	5.6	-6.9	-22.7	-23.4	-12.9	-16.8	-56.7	-31.6	-75.8	-64.7
연결 영업이익	40.5	38.8	21.8	32.6	23.4	47.0	40.4	58.1	168.6	133.7	168.9	196.5
영업이익 성장률(% YoY)	41.2	-10.8	-59.0	-24.5	-42.3	21.2	85.2	77.9	-17.8	-20.7	26.3	16.4
별도 영업이익	40.6	29.8	14.9	27.9	10.1	37.7	28.7	47.6	154.7	113.2	124.0	160.0
전력기기	31.6	31.4	18.9	18.0	25.5	28.5	27.9	27.1	124.8	100.0	109.0	114.7
전력인프라	5.4	8.1	-7.9	2.0	-16.7	-1.0	-4.6	13.4	13.2	7.6	-8.9	6.3
자동차	6.4	7.3	6.1	6.6	8.4	12.1	8.4	8.6	23.1	26.4	37.6	37.6
융합	-2.9	-17.0	-2.2	1.3	-7.1	-1.9	-3.0	-1.6	-6.5	-20.8	-13.6	1.5
자회사 영업이익	1.5	7.9	6.6	3.2	11.6	9.2	10.4	10.3	16.7	19.2	41.6	36.9
연결 조정	-1.6	1.2	0.2	1.6	1.6	0.2	1.2	0.2	-2.8	1.3	3.3	-0.4
연결 영업이익률(%)	6.4	6.5	3.9	5.3	4.0	7.3	5.9	7.5	7.2	5.6	6.3	6.5
별도 영업이익률(%)	8.0	6.3	3.7	6.0	2.4	8.2	6.2	8.3	8.5	6.1	6.5	7.2
전력기기(%)	18.8	18.7	12.4	11.7	13.9	15.9	16.2	15.7	18.9	15.6	15.4	16.4
전력인프라(%)	3.4	4.9	-6.2	1.4	-13.7	-0.8	-3.3	6.9	2.1	1.3	-1.5	1.0
자동차(%)	9.1	10.4	8.7	9.3	10.1	13.6	10.1	10.3	8.6	9.4	11.1	10.7
융합(%)	-2.6	-26.3	-3.9	1.3	-21.1	-3.3	-4.4	-1.3	-2.5	-6.2	-4.8	0.3
자회사 영업이익률(%)	1.1	5.3	4.6	2.1	6.1	4.4	4.5	4.6	2.8	3.3	4.9	4.2
세전이익	33.0	31.6	28.9	34.3	21.0	44.9	11.3	52.3	147.0	127.8	129.4	170.3
법인세비용	11.3	8.0	10.3	13.2	5.3	7.2	2.2	14.4	42.5	42.7	29.0	46.8
법인세율(%)	34.2	25.2	35.6	38.3	25.1	16.0	19.5	27.5	28.9	33.4	22.4	27.5
당기순이익	21.7	23.8	18.8	21.2	15.7	37.7	9.1	37.9	103.0	85.5	100.4	123.5
순이익률(%)	3.4	4.0	3.4	3.5	2.7	5.9	1.3	4.9	4.4	3.6	3.7	4.1
순이익 성장률(% YoY)	-17.5	-8.2	-50.4	64.8	-27.5	58.6	-51.7	79.0	-22.1	-17.0	17.5	22.9
지배주주순이익	21.7	24.2	18.8	20.5	15.2	37.3	8.1	37.7	103.9	85.2	98.3	122.8

자료: LS ELECTRIC, 메리츠증권 리서치센터

LS ELECTRIC 밸류에이션 점검

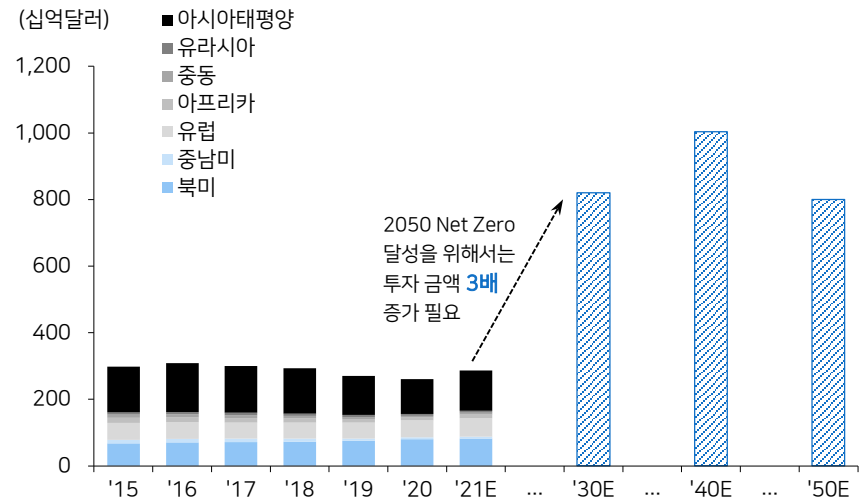
- LS ELECTRIC의 12개월 선행 PER은 17배 내외에서 변동하는 가운데 어닝 서프라이즈/어닝 쇼크 여부에 따라 밴드권을 형성. 3Q21 어닝 쇼크 이후 현재 14.4배 수준에 거래
- 친환경 전환을 위해서 송배전 투자는 필수적. 내수 시장에서도 중장기적으로 송배전 투자 확대될 전망이며 이에 따라 멀티플 상승도 가능할 전망

LS ELECTRIC 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 송배전 투자금액 추이 및 전망



주: IEA의 2050년 Net Zero 달성 시나리오 기준. 2019년 화폐 가치 기준
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

LS ELECTRIC(010120)

2022년 전망 시리즈 5
유틸리티

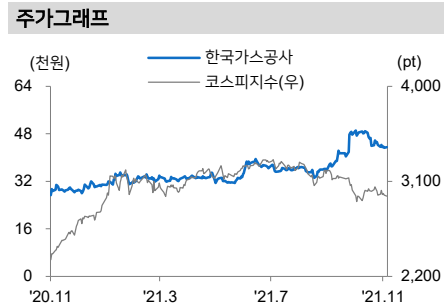
Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,346.9	2,402.7	2,694.2	3,027.7	3,128.9
매출액증가율(%)	-5.6	2.4	12.1	12.4	3.3
매출원가	1,890.4	1,968.5	2,193.8	2,457.5	2,543.5
매출총이익	456.4	434.1	500.4	570.2	585.4
판매비와관리비	287.9	300.4	331.5	373.7	377.7
영업이익	168.6	133.7	168.9	196.5	207.7
영업이익률(%)	7.2	5.6	6.3	6.5	6.6
금융손익	8.4	-4.5	-4.1	-1.6	-0.3
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.0	-1.4	-35.4	-24.6	-15.6
세전계속사업이익	147.0	127.9	129.4	170.3	191.9
법인세비용	42.5	42.7	29.0	46.8	52.8
당기순이익	103.0	85.5	100.4	123.5	139.1
지배주주지분 순이익	103.9	85.2	99.2	122.8	138.4
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,666.9	1,649.8	1,986.7	2,098.1	2,211.9
현금및현금성자산	534.5	683.2	753.7	820.1	897.0
매출채권	541.7	489.3	624.6	647.4	666.1
재고자산	196.3	176.9	225.7	234.0	240.7
비유동자산	871.2	890.6	900.9	876.6	857.8
유형자산	553.8	557.3	552.8	542.2	534.8
무형자산	113.7	104.5	100.7	86.5	74.7
투자자산	116.2	126.3	138.8	139.3	139.7
자산총계	2,538.1	2,540.4	2,887.6	2,974.7	3,069.8
유동부채	753.8	644.3	863.8	862.2	853.0
매입채무	260.3	190.3	242.9	251.7	259.0
단기차입금	47.3	46.1	53.5	63.5	63.5
유동성장기부채	164.2	108.4	185.2	150.8	122.8
비유동부채	421.7	482.7	534.9	535.3	535.7
사채	399.1	459.0	508.8	508.8	508.8
장기차입금	0.0	0.0	1.7	1.7	1.7
부채총계	1,175.5	1,126.9	1,398.7	1,397.5	1,388.7
자본금	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
자본잉여금	1.2	0.9	-3.9	-3.9	-3.9
기타포괄이익누계액	-11.5	-12.0	-5.4	-5.4	-5.4
이익잉여금	1,246.4	1,298.1	1,364.3	1,451.9	1,555.2
비지배주주지분	2.1	2.0	9.5	10.1	10.8
자본총계	1,362.7	1,413.5	1,488.9	1,577.2	1,681.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	216.1	288.9	102.9	191.6	206.8
당기순이익(손실)	103.0	85.5	100.4	123.5	139.1
유형자산감가상각비	76.5	79.8	83.1	81.3	79.4
무형자산상각비	18.4	16.9	17.9	14.1	11.8
운전자본의 증감	9.4	83.5	-97.5	-20.7	-17.0
투자활동 현금흐름	-78.6	-84.5	-124.4	-65.7	-66.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-77.5	-74.2	-69.3	-70.7	-72.1
투자자산의 감소(증가)	-12.5	-10.1	-12.5	-0.5	-0.4
재무활동 현금흐름	-57.8	-55.3	90.7	-59.4	-63.1
차입금증감	2.5	7.9	134.7	-24.2	-27.9
자본의증가	0.0	-0.3	-4.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	78.9	148.7	70.4	66.4	76.9
기초현금	455.6	534.5	683.2	753.7	820.1
기말현금	534.5	683.2	753.7	820.1	897.0
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	78,228	80,089	89,805	100,924	104,297
EPS(지배주주)	3,462	2,839	3,307	4,095	4,615
CFPS	8,914	7,811	8,180	8,909	9,448
EBITDAPS	8,783	7,682	8,996	9,730	9,967
BPS	45,353	47,050	49,315	52,237	55,678
DPS	1,200	1,100	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	2.2	1.7	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.8	22.2	18.1	14.7	13.0
PCR	6.1	8.1	7.3	6.7	6.4
PSR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
EBITDA	263.5	230.5	269.9	291.9	299.0
EV/EBITDA	6.5	7.9	6.6	5.8	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.8	6.1	6.9	8.1	8.6
EBITDA이익률	11.2	9.6	10.0	9.6	9.6
부채비율	86.3	79.7	93.9	88.6	82.6
금융비용부담률	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
이자보상배율(x)	10.6	9.1	10.6	11.7	12.9
매출채권회전율(x)	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8
재고자산회전율(x)	11.9	12.9	13.4	13.2	13.2

Buy

적정주가 (12개월)	55,000원
현재주가 (11.8)	43,500원
상승여력	27.3%
KOSPI	2,960.20pt
시가총액	40,156억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	43.14%
외국인비중	10.21%
52주 최고/최저가	49,100원/28,050원
평균거래대금	399.0억원
주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	8.54

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	32.2	51.0
상대주가	-10.3	42.8	23.3



2022년에도 이어질 실적 개선

- 4Q21 실적에 특히 주목. 동북아 천연가스 가격(JKM) 급등으로 호주 Prelude 실적 개선이 본격화되는 가운데, 별도 영업이익 역시 운전자본 증감분에 대한 정산으로 예상보다 선방할 가능성 높음
- 유가에 1~2분기 후행하는 연결 자회사의 특성상 2022년 상반기까지 실적 개선세 이어질 가능성 높음

점점 구체화되고 있는 수소 사업 계획

- 2023년부터 수소 생산 및 판매를 개시하는 등 동사는 가장 구체적인 수소 사업 계획을 가진 사업자. 최근 발표된 수소 사업 계획 기반으로 당사는 2030년 5조원 이상의 수소 매출이 발생할 것으로 전망.
- 수소 사업과 E&P 사업 확장, 본업 개선 등을 통해 2030년 기준 영업이익 3조원 달성 계획
- '수소경제로드맵 2.0' 등 정부의 정책 발표 이후 수소 사업이 더욱 구체화될 전망

밸류에이션 및 배당 매력에 주목

- 최근 천연가스 가격의 하향 조정은 유의할 필요있으나, 역사적 평균을 하회하는 밸류에이션(PBR 0.5배)과 배당 매력을 감안했을 시 주가가 하락한다면 매수 기회로 활용 권고
- 투자의견 Buy, 적정주가는 55,000원으로 +8% 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	24,982.6	1,334.5	38.8	420	-88.9	85,073	90.1	0.4	9.9	0.5	382.6
2020	20,833.7	898.9	-172.1	-1,864	-375.8	81,040	-16.6	0.4	10.7	-2.2	364.2
2021E	24,279.8	1,193.9	488.5	5,291	-407.8	86,900	8.2	0.5	9.6	6.3	356.9
2022E	26,799.0	1,340.4	715.8	7,754	46.2	93,445	5.6	0.5	8.9	8.6	320.4
2023E	27,469.7	1,635.2	878.2	9,513	22.7	101,192	4.6	0.4	7.8	9.8	288.4

한국가스공사 실적 전망

2022년 전망 시리즈 5
유틸리티

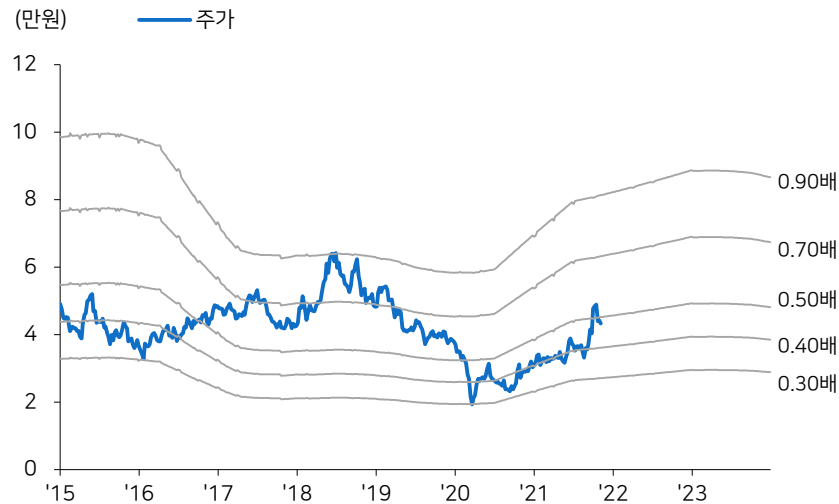
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	7,967.8	4,094.6	3,389.0	5,382.3	7,711.4	4,840.9	4,051.5	7,675.9	24,982.6	20,833.7	24,279.8	26,799.0
매출액 증가율(% YoY)	-8.4	-16.0	-25.0	-21.8	-3.2	18.2	19.5	42.6	-4.6	-16.6	16.5	10.4
가스도매판매	7,654.5	3,941.2	3,248.0	5,372.3	7,675.0	4,507.1	3,770.5	7,407.8	23,769.4	20,380.9	23,360.5	25,801.3
해외주요사업	350.4	287.1	186.7	226.4	294.4	318.6	366.3	441.0	1,351.4	1,050.6	1,420.4	1,644.2
기타 및 연결조정	-37.1	-133.7	-45.6	-216.3	-258.0	15.2	-85.3	-172.8	-138.2	-597.8	-501.0	-646.5
매출원가	6,901.8	4,094.5	3,517.7	4,999.5	6,838.0	4,699.4	3,970.0	7,024.4	23,227.1	19,513.5	22,531.8	24,958.1
매출총이익	1,066.0	0.0	-128.7	382.9	873.4	141.5	81.5	651.6	1,755.5	1,320.2	1,748.1	1,841.0
판관비	107.0	96.8	95.0	122.6	108.8	87.3	68.8	289.3	421.0	421.4	554.2	500.5
영업이익	959.0	-96.7	-223.7	260.3	764.6	54.3	12.8	362.3	1,334.5	898.9	1,193.9	1,340.4
영업이익 증가율(% YoY)	10.3	적전	적확	-38.1	-20.3	흑전	흑전	39.2	4.5	-32.6	32.8	12.3
영업이익률(%)	12.0	-2.4	-6.6	4.8	9.9	1.1	0.3	4.7	5.3	4.3	4.9	5.0
가스도매판매	941.4	-82.8	-172.1	264.1	710.2	21.1	-61.9	241.9	1,185.8	950.6	911.3	1,006.4
해외자원개발	53.5	23.9	-53.6	-8.1	62.1	44.9	75.5	142.3	256.4	15.7	324.8	416.6
미얀마A1/A3(별도)	20.1	19.1	10.3	12.2	8.8	8.7	9.5	12.2	80.1	61.7	39.2	66.6
이라크 주바이르	27.3	17.2	1.0	18.3	13.8	21.1	17.2	20.1	79.7	63.8	72.2	79.7
이라크 바드라	2.5	-4.1	-0.2	-6.4	1.9	2.1	1.5	1.5	15.2	-8.2	7.0	6.0
호주 GLNG	28.6	20.4	-34.5	-2.4	1.1	9.7	27.1	39.0	85.7	12.1	76.9	145.2
호주 Prelude	-25.0	-28.7	-30.2	-29.8	36.5	3.3	20.2	69.4	-4.3	-113.7	129.5	119.1
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 및 연결조정	-35.8	-37.9	2.0	4.3	-7.7	-11.8	-0.8	-22.0	-107.6	-67.4	-42.3	-82.6
금융손익	-229.4	-178.1	-157.9	-131.2	-145.2	-147.5	-197.9	-212.0	-802.1	-696.6	-702.7	-423.7
기타영업외손익	1.9	-434.8	-24.3	-48.1	30.1	-17.1	13.9	-30.9	-520.8	-505.2	-4.0	-111.5
관계기업 관련 손익	-19.0	49.6	-7.9	-11.1	42.4	46.9	49.0	46.9	104.7	11.6	185.2	192.0
세전이익	712.5	-660.0	-391.3	69.8	691.8	-63.5	-122.2	166.4	116.4	-268.9	672.4	997.2
법인세비용	170.7	-159.9	-107.0	-12.0	176.7	-10.9	-33.6	45.8	58.1	-108.2	177.9	274.2
법인세율(%)	24.0	24.2	27.3	-17.2	25.5	17.2	27.5	27.5	49.9	40.2	26.5	27.5
연결 당기순이익	541.8	-500.1	-284.3	81.8	515.1	-52.6	-88.6	120.6	58.3	-160.7	494.5	723.0
지배주주순이익	537.2	-504.5	-281.7	77.0	513.0	-56.2	-87.7	119.4	38.8	-172.1	488.5	715.8

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 밸류에이션 점검

- 한국가스공사의 12개월 선행 PBR은 과거 0.6~0.7배 수준에서 형성되었으나, CoVID-19 이후 가스 시장 축소에 대한 우려감으로 0.4배 내외의 저평가 지속. 최근 수소사업과 천연가스 가격 상승 수혜 기대감으로 0.5배까지 상승
- 천연가스 가격 하락 추세는 유의해야할 필요 있으나, 절대적인 밸류에이션 수준은 여전히 저평가
- CoVID-19 이전 3개년(2016,2017,2019년 평균, 2018년은 대북 기대감이 반영되던 시기로 평균 대상에서 제외) PBR인 0.6배를 적용하여 적정주가를 55,000원으로 +8% 상향

한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 적정주가 산출 내역

구분	값	내용
12개월 선행 순자산(십억원)	8,501.6	4Q21~3Q22
적용 멀티플(배)	0.60	CoVID-19 이전 3개년 (2016,2017,2019년 평균, 2018년은 대북 기대감이 반영되던 시기로 평균 대상에서 제외)
적정 시가총액(십억원)	5,101.0	
발행 주식수(천주)	92,313	발행주식수
적정 주가(원)	55,000	
현재 주가(원)	43,500	
상승 여력(%)	27.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사(036460)

2022년 전망 시리즈 5

유틸리티

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,982.6	20,833.7	24,279.8	26,799.0	27,469.7
매출액증가율(%)	-4.6	-16.6	16.5	10.4	2.5
매출원가	23,227.1	19,513.5	22,531.8	24,958.1	25,097.6
매출총이익	1,755.5	1,320.2	1,748.1	1,841.0	2,372.0
판매비와관리비	421.0	421.4	554.2	500.5	736.9
영업이익	1,334.5	898.9	1,193.9	1,340.4	1,635.2
영업이익률(%)	5.3	4.3	4.9	5.0	6.0
금융손익	-802.1	-696.6	-702.7	-423.7	-478.4
중속/관계기업관련손익	104.7	34.1	185.2	192.0	186.5
기타영업외손익	-520.8	-505.2	-4.0	-111.5	-119.7
세전계속사업이익	116.4	-268.9	672.4	997.2	1,223.5
법인세비용	58.1	-108.2	177.9	274.2	336.5
당기순이익	58.3	-160.7	494.5	723.0	887.1
지배주주지분 순이익	38.8	-172.1	488.5	715.8	878.2
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,232.8	7,527.9	8,430.6	8,748.9	9,092.0
현금및현금성자산	257.1	331.8	461.7	915.0	1,102.5
매출채권	4,973.9	4,093.9	4,530.0	4,452.3	4,541.2
재고자산	2,645.3	1,390.3	1,538.4	1,512.0	1,542.2
비유동자산	30,079.1	28,381.9	29,394.3	28,630.8	28,255.1
유형자산	24,377.4	23,134.1	22,851.4	22,231.1	21,688.2
무형자산	1,746.6	1,594.7	1,619.3	1,619.3	1,619.3
투자자산	2,316.3	2,144.8	2,824.1	2,680.9	2,848.2
자산총계	39,311.9	35,909.8	37,825.0	37,379.7	37,347.1
유동부채	8,900.5	7,212.8	7,803.1	7,449.9	6,472.6
매입채무	1,483.2	977.7	1,394.4	1,298.8	1,402.5
단기차입금	3,800.3	3,110.3	2,504.9	2,556.9	1,356.9
유동성장기부채	2,346.9	2,003.7	2,305.0	2,105.0	2,105.0
비유동부채	22,264.8	20,961.8	21,742.7	21,039.3	21,260.0
사채	17,766.7	16,285.1	16,071.7	15,571.7	15,571.7
장기차입금	476.5	761.0	868.5	868.5	868.5
부채총계	31,165.3	28,174.6	29,545.8	28,489.2	27,732.6
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
기타포괄이익누계액	78.2	-37.2	11.2	11.2	11.2
이익잉여금	5,397.7	5,190.8	5,683.3	6,287.5	7,002.6
비지배주주지분	293.2	254.1	257.1	264.4	273.2
자본총계	8,146.5	7,735.2	8,279.2	8,890.6	9,614.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,985.8	3,251.0	2,250.2	1,943.6	2,558.5
당기순이익(손실)	58.3	-160.7	494.5	723.0	887.1
유형자산감가상각비	1,735.3	1,636.7	1,691.5	1,655.2	1,602.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-671.2	1,279.5	3.3	-242.5	255.0
투자활동 현금흐름	-1,397.0	-971.9	-1,527.0	-700.1	-1,041.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,223.2	-912.1	-1,112.3	-1,034.9	-1,060.0
투자자산의 감소(증가)	-262.8	171.5	-583.4	335.3	19.2
재무활동 현금흐름	-581.9	-2,190.0	-603.3	-790.2	-1,329.8
차입금증감	470.6	-2,499.3	-276.5	-678.6	-1,166.8
자본의증가	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	17.3	74.7	129.9	453.4	187.5
기초현금	239.8	257.1	331.8	461.7	915.0
기말현금	257.1	331.8	461.7	915.0	1,102.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	270,630	225,686	263,016	290,306	297,571
EPS(지배주주)	420	-1,864	5,291	7,754	9,513
CFPS	35,066	29,048	30,836	32,682	34,246
EBITDAPS	33,254	27,467	31,256	32,450	35,077
BPS	85,073	81,040	86,900	93,445	101,192
DPS	380	0	1,300	1,900	1,900
배당수익률(%)	1.0	0.0	3.0	4.4	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	90.1	-16.6	8.2	5.6	4.6
PCR	1.1	1.1	1.4	1.3	1.3
PSR	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EBITDA	3,069.8	2,535.6	2,885.4	2,995.6	3,238.1
EV/EBITDA	9.9	10.7	9.6	8.9	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.5	-2.2	6.3	8.6	9.8
EBITDA이익률	12.3	12.2	11.9	11.2	11.8
부채비율	382.6	364.2	356.9	320.4	288.4
금융비용부담률	3.2	3.4	2.6	2.3	2.2
이자보상배율(x)	1.7	1.3	1.9	2.1	2.7
매출채권회전율(x)	4.9	4.6	5.6	6.0	6.1
재고자산회전율(x)	8.6	10.3	16.6	17.6	18.0

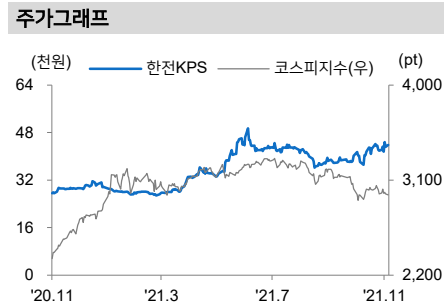
한전KPS(051600) 합리적 가격에 접근 가능한 원전주

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	52,000원
현재주가 (11.8)	43,850원
상승여력	18.6%
KOSPI	2,960.20pt
시가총액	19,733억원
발행주식수	4,500만주
유동주식비율	48.76%
외국인비중	7.20%
52주 최고/최저가	49,450원/26,850원
평균거래대금	144.5억원
주요주주(%)	
한국전력공사	51.00
국민연금공단	11.20

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.9	27.1	58.9
상대주가	14.8	37.3	29.7



하반기 실적 부진 지속. 그러나 배당 매력은 여전

- 2H21 실적은 부진이 예상. 화력 매출이 1H21에 집중되어 인식된 탓에 소폭 감소하는 가운데 4Q21에는 2Q21에 이어 총당금 설정액 증가로 노무비가 전년 대비 100억원 가량 증가할 것으로 추정
- 다만 높은 배당 성향을 감안 시 1,600원의 DPS 예상(배당수익률 3.7%). 연말로 갈수록 배당 매력 부각 전망

2022년, 다시 한번 기대해보는 마진 정상화

- 최근 2개년 동안 성과급 지급으로 인한 총당금으로 인해 영업이익률 악화를 경험했던 동사였으나, 2022년에는 총당금 설정액이 감소할 가능성 높다는 판단
- 계획예방정비 일정은 아직 불확실하나, 국내 원자력 발전용량 및 대외 수주 증가를 감안 시 화력 매출 감소에도 불구하고 전사 매출은 견조하게 유지될 전망

합리적 가격에 접근 가능한 원전주

- 원전 관련주 중 비교적 상승폭이 덜했지만, 그렇기에 하방 리스크도 제한적이라는 판단
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 52,000원으로 4% 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,247.0	193.9	153.3	3,407	-5.0	23,632	11.5	1.7	6.3	15.0	27.8
2020	1,303.2	135.4	87.1	1,935	-43.2	23,371	15.4	1.3	6.3	8.2	28.4
2021E	1,407.9	159.7	130.1	2,892	49.5	25,188	15.2	1.7	8.3	11.9	26.8
2022E	1,373.9	182.0	142.7	3,172	9.7	26,760	13.8	1.6	7.2	12.2	25.6
2023E	1,379.6	197.5	153.0	3,399	7.2	28,459	12.9	1.5	6.5	12.3	23.9

한전KPS 실적 전망

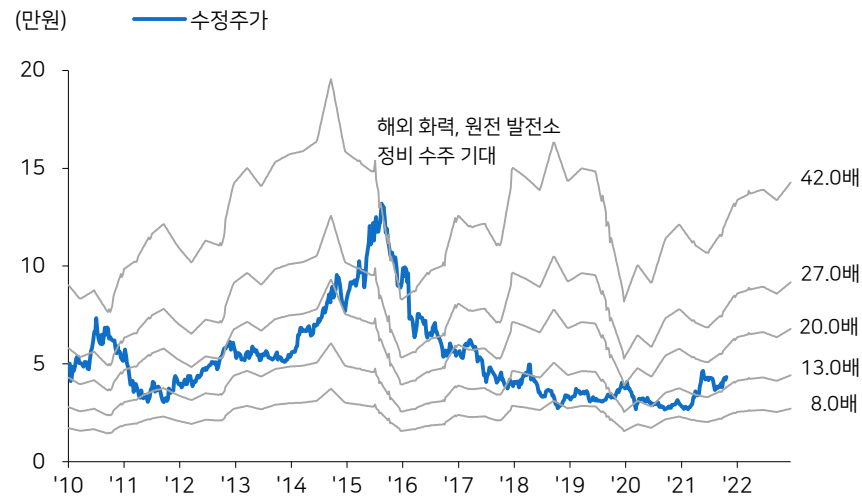
2022년 전망 시리즈 5
유틸리티

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출	251.1	328.0	324.0	400.1	321.6	368.0	311.5	406.8	1,246.9	1,303.2	1,407.9	1,373.9
매출 성장률(% YoY)	3.3	-0.1	8.9	5.8	28.1	12.2	-3.9	1.7	0.4	4.5	8.0	-2.4
화력	93.7	141.6	96.9	134.7	114.7	157.5	115.1	145.7	438.8	466.9	532.9	479.9
원자력/수력	74.2	95.7	124.9	137.0	106.1	122.7	108.2	174.7	482.7	431.8	511.8	495.6
송변전	19.9	20.4	19.9	20.8	20.0	21.8	22.9	22.9	79.6	81.0	87.6	91.5
해외	37.9	31.2	30.2	60.2	57.3	38.3	33.2	36.1	147.0	159.5	164.9	168.2
대외	25.4	39.1	52.1	47.4	23.5	27.7	32.1	27.4	98.8	164.0	110.7	138.7
영업비용	224.0	293.0	276.9	373.9	265.2	331.9	277.5	373.6	1,053.0	1,167.8	1,248.2	1,192.0
인건비	127.0	143.8	134.7	194.3	130.5	155.2	136.2	203.7	524.0	599.8	635.7	597.6
감가상각비	10.0	9.9	10.2	10.1	10.8	10.4	10.8	11.2	40.9	40.2	42.8	44.8
원재료비	11.2	22.6	29.8	27.3	15.0	28.0	19.7	26.9	71.4	90.8	91.2	87.2
기타	75.9	116.7	102.2	142.3	108.8	138.2	110.8	131.7	416.7	437.0	478.5	462.4
영업이익	27.1	35.0	47.1	26.2	56.4	36.1	34.0	33.2	193.9	135.4	159.7	182.0
영업이익률(%)	10.8	10.7	14.5	6.6	17.5	9.8	10.9	8.2	15.6	10.4	11.3	13.2
영업이익 성장률(% YoY)	49.4	-36.7	-11.1	-61.2	108.2	3.2	-27.9	26.7	1.3	-30.2	18.0	13.9
금융손익	2.4	1.2	0.6	-0.8	2.0	0.6	1.3	1.3	6.9	3.4	5.3	5.7
기타손익	1.3	17.6	-44.2	-2.4	-1.1	4.8	-0.9	-1.0	-1.8	-27.8	3.9	-5.2
중속,지배,관련기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	30.7	53.8	3.5	23.0	57.3	41.5	34.4	33.6	198.5	111.0	168.9	182.5
법인세비용	7.5	11.4	0.3	4.8	14.8	9.4	6.6	7.4	45.2	23.9	38.8	39.8
법인세율(%)	24.3	21.3	7.4	20.7	25.8	22.7	19.2	22.1	22.8	21.6	23.0	21.8
당기순이익	23.2	42.3	3.2	18.3	42.5	32.1	27.8	26.2	153.3	87.1	130.1	142.7

자료: 한전KPS, 메리츠증권 리서치센터

- 한전KPS의 선행 12개월 PER은 2015년~2016년 초 해외 노후 화력 발전소, UAE 원전 정비 수주 기대감이 부각된 시점을 제외 하면 15~25배 수준에서 거래. 국내 탈원전 정책이 본격화 된 이후로는 최저 8배 수준까지 하락
- 2015, 2016년을 제외하고 탈원전 이전 5개년 평균인 18.8배를 적용, 적정주가를 52,000원으로 4% 상향

한전KPS 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

한국KPS 적정주가 산출

구분	값	내용
12개월 선행 순이익(십억원)	125.1	4Q21~3Q22
적용 멀티플(배)	18.8	해외 노후 화력, 원전 정비 수주 기대감이 치솟던 2015, 2016년을 제외하고 탈원전 이전 5개년 평균인 18.8배를 적용
적정 시가총액(십억원)	2,352	
발행 주식수(천주)	45,000	
적정 주가(원)	52,000	
현재 주가(원)	43,850	
상승 여력(%)	18.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

한전KPS(051600)

2022년 전망 시리즈 5

유틸리티

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,247.0	1,303.2	1,407.9	1,373.9	1,379.6
매출액증가율(%)	0.4	4.5	8.0	-2.4	0.4
매출원가	971.9	1,091.8	1,161.0	1,106.3	1,091.3
매출총이익	275.0	211.5	246.9	267.7	288.3
판매비와관리비	81.1	76.1	87.2	85.7	90.8
영업이익	193.9	135.4	159.7	182.0	197.5
영업이익률(%)	15.6	10.4	11.3	13.2	14.3
금융손익	6.9	3.4	5.3	5.7	6.8
중속/관계기업관련손익	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.8	-27.8	3.9	-5.2	-9.0
세전계속사업이익	198.5	111.0	168.9	182.5	195.4
법인세비용	45.2	23.9	38.8	39.8	42.4
당기순이익	153.3	87.1	130.1	142.7	153.0
지배주주지분 순이익	153.3	87.1	130.1	142.7	153.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	783.4	760.0	831.0	890.2	946.7
현금및현금성자산	26.3	35.4	5.1	56.3	115.4
매출채권	122.9	144.8	147.2	148.9	148.3
재고자산	1.4	23.8	24.2	24.5	24.4
비유동자산	576.0	589.9	606.8	621.8	640.6
유형자산	443.0	452.7	467.3	483.6	503.9
무형자산	9.0	8.4	6.3	4.4	3.1
투자자산	49.5	55.7	56.7	57.4	57.2
자산총계	1,359.4	1,349.9	1,437.8	1,512.0	1,587.3
유동부채	249.0	255.6	259.9	262.9	261.9
매입채무	12.6	9.4	9.5	9.6	9.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	47.0	42.6	44.4	44.9	44.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	296.0	298.2	304.3	307.8	306.7
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	1,055.1	1,043.4	1,125.1	1,195.8	1,272.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,063.4	1,051.7	1,133.5	1,204.2	1,280.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	160.6	74.6	172.7	186.4	202.1
당기순이익(손실)	153.3	87.1	130.1	142.7	153.0
유형자산감가상각비	40.9	40.2	42.8	44.8	46.9
무형자산상각비	2.9	2.8	2.6	1.9	1.3
운전자본의 증감	-127.4	-194.7	-78.8	-3.0	1.0
투자활동 현금흐름	-88.7	27.1	-149.8	-63.2	-66.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-28.9	-49.5	-55.5	-61.1	-67.2
투자자산의 감소(증가)	66.0	-6.2	-1.0	-0.6	0.2
재무활동 현금흐름	-83.8	-90.2	-53.8	-72.0	-76.5
차입금증감	7.5	-2.4	1.2	0.0	-0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-12.2	9.2	-30.4	51.2	59.1
기초현금	38.5	26.3	35.4	5.1	56.3
기말현금	26.3	35.4	5.1	56.3	115.4
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	27,710	28,960	31,287	30,532	30,659
EPS(지배주주)	3,407	1,935	2,892	3,172	3,399
CFPS	7,450	7,016	5,939	4,965	5,261
EBITDAPS	5,284	3,965	4,557	5,081	5,460
BPS	23,632	23,371	25,188	26,760	28,459
DPS	1,920	1,146	1,600	1,700	1,900
배당수익률(%)	4.9	3.9	3.6	3.9	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	15.4	15.2	13.8	12.9
PCR	5.3	4.2	7.4	8.8	8.3
PSR	1.4	1.0	1.4	1.4	1.4
PBR	1.7	1.3	1.7	1.6	1.5
EBITDA	237.8	178.4	205.1	228.6	245.7
EV/EBITDA	6.3	6.3	8.3	7.2	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.0	8.2	11.9	12.2	12.3
EBITDA이익률	19.1	13.7	14.6	16.6	17.8
부채비율	27.8	28.4	26.8	25.6	23.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	354.5	326.7	243.5	286.6	310.1
매출채권회전율(x)	9.8	9.7	9.6	9.3	9.3
재고자산회전율(x)	881.6	103.4	58.7	56.5	56.5

한전기술(052690) 원전 수출 시장 개화 시 가장 탄력적 수혜

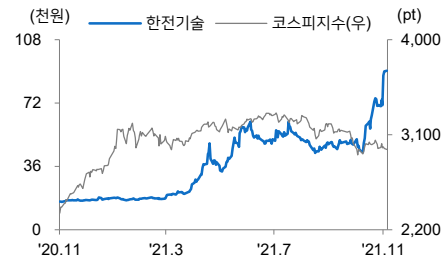
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	81,000원
현재주가 (11. 8)	90,300원
상승여력	-10.3%
KOSPI	2,960.20pt
시가총액	34,513억원
발행주식수	3,822만주
유동주식비율	31.30%
외국인비중	4.21%
52주 최고/최저가	90,300원/15,900원
평균거래대금	485.6억원
주요주주(%)	
한국전력공사 외 1 인	67.83
국민연금공단	7.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	98.7	159.9	467.9
상대주가	98.4	180.7	363.6

주가그래프



4Q21부터 재생에너지 EPC 매출 인식 전망

- 3Q21은 수주 잔고가 줄어든 상황에서 반등 요소 없으나, 계절적 성수기인 4Q21부터는 재생에너지 EPC 매출(한림해상풍력, 논산바이오매스) 인식 시작되는 점이 긍정적
- 2022년은 재생에너지 수주가 매출에 온기 반영되며 3개년 만에 매출액 성장 전망. 다만 신고리 5,6호기향 매출이 소멸되며 2023년부터는 매출 감소 전망

원전 수출 시장 개화 시 가장 탄력적 수혜

- 건설 단계에 매출이 본격화되는 점, 높은 영업 레버리지 감안 시 원전 시장 확대 시 큰 폭의 증익 가능
- 한국원자력연구원 등과 함께 자체적 SMR 개발 중. 2028년 인허가 목표
- 현재 진행 중인 재생에너지 수주 풀은 제한적이지만, 중장기적으로는 해상풍력 수주 기대 유효

합리적 가격에 접근 가능한 원전주

- 단기 급등세 부담으로 매수 시기는 고민 필요. 다만 향후 글로벌 원전 수주가 가시화된다면 Upside는 남아있다는 판단. 적정주가는 PBR 6.0배를 적용하여 81,000원으로 34% 상향, 투자의견은 Hold로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2021E	379.1	15.6	16.1	422	-20.1	13,287	214.2	6.8	83.8	3.2	34.9
2022E	487.9	44.0	39.2	1,026	143.3	14,033	88.0	6.4	50.1	7.5	39.0
2023E	397.8	7.3	10.1	263	-74.4	14,015	343.2	6.4	120.5	1.9	30.5

한전기술 실적 전망

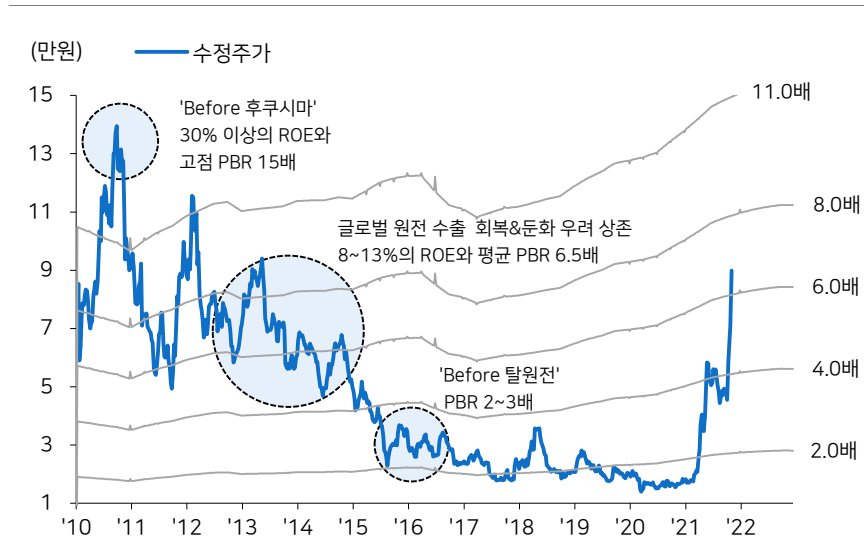
2022년 전망 시리즈 5
유틸리티

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출	89.7	88.3	95.4	158.4	80.5	75.0	83.2	140.4	448.6	431.7	379.1	487.9
매출증가율(% YoY)	6.5	-11.9	16.2	-13.0	-10.2	-15.0	-12.8	-11.3	3.4	-3.8	-12.2	28.7
원자력/원자로 설계	40.4	42.7	46.8	77.2	35.9	33.2	35.7	60.3	218.4	207.1	165.1	147.2
신사업 설계(화력 등)	18.0	15.9	11.3	18.0	10.0	11.6	9.7	16.3	68.3	63.2	47.5	165.8
원자력/화력 O&M	28.3	27.0	35.7	61.0	33.9	29.6	35.9	61.3	149.4	152.0	160.7	165.3
기타	3.0	2.7	1.6	2.2	0.7	0.6	2.0	2.5	12.5	9.4	5.9	9.6
영업비용	82.3	93.8	81.8	144.9	80.1	75.8	77.6	130.0	404.6	402.7	363.5	443.9
인건비	42.6	44.0	43.2	75.1	49.2	51.5	44.4	75.0	204.7	204.9	220.1	223.2
경상개발비	8.6	7.3	8.3	18.0	11.5	10.9	8.7	18.9	42.5	42.3	50.1	52.6
감가상각비	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	19.7	15.9	16.1	15.4
기타	27.0	38.5	26.3	47.8	15.3	9.3	20.5	32.1	137.6	139.6	77.3	152.8
영업이익	7.4	-5.5	13.6	13.5	0.5	-0.8	5.6	10.4	44.1	29.0	15.6	44.0
영업이익률(%)	8.3	-6.2	14.3	8.5	0.6	-1.1	6.7	7.4	9.8	6.7	4.1	9.0
영업이익 증가율(% YoY)	-15.8	적전	흑전	-59.4	-93.4	적축	-59.1	-23.2	105.0	-34.2	-46.2	182.0
금융손익	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	2.5	1.9	1.6	2.3
기타손익	0.8	-0.9	-3.7	-1.3	0.2	1.6	-0.7	0.0	-12.2	-5.1	1.1	0.6
종속, 지배, 관계기업 손익	0.1	-0.1	0.4	0.2	0.8	0.3	0.4	0.4	-0.1	0.6	2.0	1.8
세전이익	8.8	-5.9	10.7	12.8	2.0	1.6	5.6	11.2	34.3	26.4	20.4	48.7
법인세비용	3.8	-3.2	2.8	2.9	0.4	0.3	1.2	2.3	7.9	6.3	4.3	9.5
법인세율(%)	43.0	54.3	26.2	22.6	18.1	21.1	22.0	20.9	23.0	23.8	20.9	19.6
당기순이익	5.0	-2.7	7.9	9.9	1.6	1.2	4.4	8.8	26.4	20.2	16.1	39.2
순이익률(%)	5.6	-3.1	8.3	6.3	2.0	1.7	5.3	6.3	5.9	4.7	4.2	8.0
순이익 증가율(% YoY)	-44.9	적전	흑전	-28.0	-67.7	흑전	-44.3	-11.0	104.1	-23.6	-20.1	143.3

자료: 한전기술, 메리츠증권 리서치센터

- 한전기술의 PBR은 후쿠시마 사태 이전 최대 15배 이전에서 거래, 이후 탈원전 정책이 시행되기 이전까지 5~9배 밴드에서 거래. 2020년 1.0배 수준으로 하락했다가 최근 6배 이상으로 급등
- 최근 주가 급등은 글로벌 원자력 시장 회복을 선반영하고 있으나, 1) 일부 선진국의 방향 전환에도 불구하고 연초 대비 실제 계획 중인 프로젝트가 증가한 점은 아니라는 점, 2) 선진국들의 정책 측면에서도 구체적인 목표치가 나오지 않았다는 측면에서 불확실성은 여전. 고점 밸류에이션을 적용하기는 쉽지 않다는 판단
- 적정 주가는 평균 PBR 6.0배 적용하여 적정주가는 81,000원으로 34% 상향, 투자의견은 Hold로 하향.
- 비교 시점인 2013~2015년은 ROE가 4~14%로 2022년 예상 ROE 7.5%와 비슷한 수준을 기록

한전기술 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

한전기술 적정주가 산출

구분	값	내용
순자산(십억원)	513.5	2022년 평균
적용 멀티플(배)	6.0	2013~2015년 평균. 실적 둔화되는 가운데 글로벌 원전 수출에 대한 우려&기대 상존하던 시기
적정 시가총액(십억원)	3,081	
발행 주식수(천주)	38,220	
적정 주가(원)	81,000	
현재 주가(원)	90,300	
상승 여력(%)	-10.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

ROE 30%의 한전기술은 어떤 모습이었을까?

- 2011년~2012년 한전기술의 ROE는 30% 내외를 기록하며 높은 밸류에이션(PBR 6~11배)을 정당화
- 당시 매출액의 60~70%는 원전 설계(종합, 계통) 매출이었으며, 연간 10기 내외의 원전을 설계. 원전 1기 당 기여도는 매출액 450억원, 영업이익 90억원. 순이익 75억원, ROE 2%에 달했을 것으로 추정
- 과거 사례를 참고할 시, 향후 ROE 30% 수준을 다시 회복하기 위해서는 연간 15기 이상의 원전 설계 매출이 발생 필요

한전기술 적정주가 산출

(십억원)	2011	2012	비고
매출	663.3	785.6	
원자력 설계	453.5	465.2	신울진 1,2호기, 신고리 3,4호기, 신월성 1,2호기, UAE원전 종합 설계 등 연간 원전 10기 설계
화력 설계	105.0	165.7	신보령 1,2호기, 삼척 1,2호기, 태안 9,10호기, 당진 9,10호기 등 연간 화력 4~6기 설계
복합 설계	29.1	129.8	
기타	75.7	24.9	
영업이익	136.5	153.1	노무비성 비용이 원가 중 절반 가량을 차지
영업이익률(%)	20.6	19.5	
세전이익	153.9	175.8	
당기순이익	116.1	134.3	
자본총계	379.6	426.0	
ROE(%)	29.1	33.3	2011~2012년 동안 PBR 6배~11배 사이에서 거래

자료: 메리츠증권 리서치센터

한전기술(052690)

2022년 전망 시리즈 5

유틸리티

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	448.6	431.7	379.1	487.9	397.8
매출액증가율(%)	3.4	-3.8	-12.2	28.7	-18.5
매출원가	324.5	308.7	270.0	337.5	299.5
매출총이익	124.1	123.0	109.2	150.4	98.3
판매비와관리비	80.1	94.0	93.6	106.5	91.0
영업이익	44.1	29.0	15.6	44.0	7.3
영업이익률(%)	9.8	6.7	4.1	9.0	1.8
금융손익	2.6	1.9	1.6	2.3	2.9
종속/관계기업관련손익	-0.1	0.6	2.0	1.8	1.8
기타영업외손익	-12.2	-5.1	1.1	0.6	0.5
세전계속사업이익	34.3	26.4	20.4	48.7	12.5
법인세비용	7.9	6.3	4.3	9.5	2.4
당기순이익	26.4	20.2	16.1	39.2	10.1
지배주주지분 순이익	26.4	20.2	16.1	39.2	10.1

Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	257.6	235.8	249.2	319.8	296.7
현금및현금성자산	69.3	37.0	96.0	139.3	155.8
매출채권	35.3	27.7	24.5	28.9	22.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	477.6	463.4	436.1	425.5	402.2
유형자산	290.3	281.9	271.5	261.4	252.5
무형자산	46.4	40.8	33.2	26.4	21.0
투자자산	40.4	40.9	35.1	41.3	32.2
자산총계	735.2	699.2	685.3	745.3	698.9
유동부채	223.5	186.3	165.2	194.6	151.9
매입채무	34.7	17.3	15.3	18.0	14.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	19.5	13.9	12.3	14.4	11.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	243.0	200.2	177.4	209.0	163.3
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	495.3	502.1	510.9	539.4	538.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	492.2	499.1	507.8	536.3	535.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	27.1	15.2	44.8	65.4	23.2
당기순이익(손실)	26.4	20.2	16.1	39.2	10.1
유형자산감가상각비	19.7	15.9	16.1	15.4	14.7
무형자산상각비	9.4	8.4	8.3	6.7	5.4
운전자본의 증감	-81.5	-70.1	-22.4	4.5	-6.5
투자활동 현금흐름	47.2	-34.3	25.4	-11.6	4.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.4	-4.1	-4.8	-5.3	-5.9
투자자산의 감소(증가)	-0.8	0.1	6.2	-5.8	9.5
재무활동 현금흐름	-36.4	-13.1	-11.3	-10.6	-11.0
차입금증감	-29.2	0.8	-0.2	0.2	-0.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	37.9	-32.3	59.0	43.3	16.5
기초현금	31.5	69.3	37.0	96.0	139.3
기말현금	69.3	37.0	96.0	139.3	155.8

Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	11,738	11,296	9,920	12,765	10,407
EPS(지배주주)	691	528	422	1,026	263
CFPS	2,950	2,565	1,818	1,782	764
EBITDAPS	1,915	1,396	1,047	1,730	716
BPS	12,878	13,058	13,287	14,033	14,015
DPS	310	282	282	282	282
배당수익률(%)	1.5	1.6	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	29.0	33.8	214.2	88.0	343.2
PCR	6.8	7.0	49.7	50.7	118.3
PSR	1.7	1.6	9.1	7.1	8.7
PBR	1.6	1.4	6.8	6.4	6.4
EBITDA	73.2	53.4	40.0	66.1	27.4
EV/EBITDA	9.5	11.6	83.8	50.1	120.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	4.1	3.2	7.5	1.9
EBITDA이익률	16.3	12.4	10.6	13.5	6.9
부채비율	49.4	40.1	34.9	39.0	30.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	680.2	557.5	459.6	1,130.3	206.8
매출채권회전율(x)	14.4	13.7	14.5	18.3	15.5
재고자산회전율(x)					

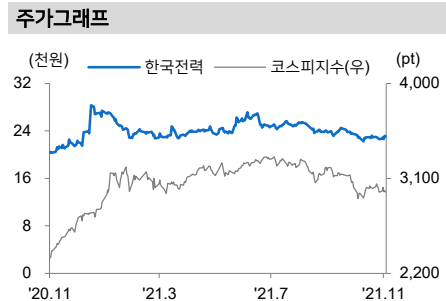
한국전력(015760) 요금 인상이 절실한 2022년

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	26,000원
현재주가 (11.8)	23,100원
상승여력	12.6%
KOSPI	2,969.27pt
시가총액	148,294억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	47.09%
외국인비중	14.70%
52주 최고/최저가	28,300원/20,350원
평균거래대금	436.1억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	-1.1	13.2
상대주가	-1.1	4.9	-7.9



4Q21부터 대규모 적자 시작. 2022년은 역대 최악의 실적 우려

- 3Q21 연결 영업이익은 +1,000억원 가량의 흑자를 전망하나, 4Q21 연결 영업이익은 -3조원 이상의 적자가 우려. 국제 유가와 석탄 가격의 급등이 원인.
- 2022년 상반기까지 80달러 초중반의 유가가 유지된다면 2022년 연간 6조원 이상의 대규모 적자가 불가피. 이는 창사 최대 적자 폭인 -2.8조원을 압도하는 수준. 전망치에는 판매단가 상승을 일부(+9.2% YoY) 가정했으나, 영업적자를 면하기 위해서는 +22% YoY 수준의 급격한 판가 인상이 필요

2022년 역대급 적자 과연 방지될까? 분기점은 연말 연초

- 당사의 전망치는 연료비 조정단가와 기후환경요금 인상을 가정, 그러나 적자 폭 축소를 위해서는 전력량 요금 내 기준연료비 조정이 필요. 이는 연말/연초 총괄원가 확정 시 결정될 전망.

멀티플은 바닥이나, BPS 하락폭이 부담

- 개선 기대가 사라졌다는 사실이 오히려 PBR 0.3배 지지의 근거가 될 수 있음. 그러나 역대급 적자로 인한 BPS 자체 하락(-9%) 가능성은 부담
- 투자의견 Hold, 적정주가 26,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	59,172.9	-1,276.5	-2,345.5	-3,654	92.7	105,140	-7.6	0.3	9.0	-3.4	186.8
2020	58,569.3	4,086.3	1,991.4	3,102	-192.4	107,945	8.8	0.3	5.7	2.9	187.5
2021E	61,020.0	-3,376.5	-3,698.1	-5,761	-275.6	101,495	-4.1	0.2	10.5	-5.5	205.8
2022E	66,497.4	-5,444.0	-5,011.3	-7,806	37.8	93,688	-3.0	0.3	13.6	-8.0	236.5
2023E	69,226.8	-1,470.8	-2,224.1	-3,465	-55.6	90,224	-6.9	0.3	8.8	-3.8	253.3

한국전력 실적 전망

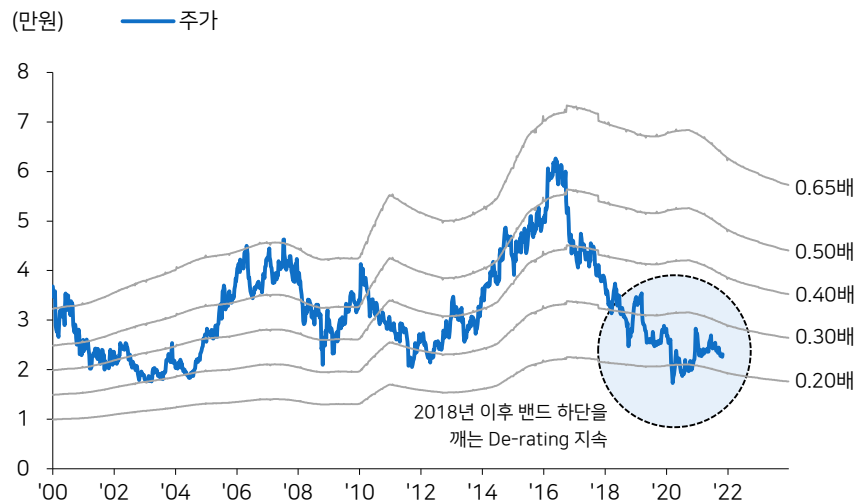
2022년 전망 시리즈 5
유틸리티

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
주요 가정												
두바이유 가격(달러/배럴)	50.8	30.6	42.9	44.6	60.0	67.0	71.7	82.0	63.5	42.2	70.2	83.3
원/달러 환율	1,192.7	1,221.3	1,188.2	1,118.9	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,173.0	1,165.4	1,180.3	1,141.4	1,153.8
원전이용률(%)	77.8	84.7	69.2	82.9	80.8	72.1	70.0	81.0	73.4	78.6	76.0	78.9
전력판매단가(원/kWh)	110.3	104.8	114.5	108.9	107.8	101.8	114.4	111.6	108.5	109.7	108.9	118.9
실적 전망												
연결 매출	15,093.1	13,072.5	15,711.4	14,692.3	15,075.3	13,518.9	17,021.9	15,403.9	59,172.9	58,569.3	61,020.0	66,497.4
매출액 증가율(%)	-1.0	0.0	-1.3	-1.7	-0.1	3.4	8.3	4.8	-2.4	-1.0	4.2	9.0
매출원가	14,096.8	11,969.2	12,731.6	13,007.0	13,889.8	13,592.6	16,259.7	17,899.6	57,779.8	51,804.6	61,641.7	68,928.9
연료비	4,139.0	3,418.0	4,139.0	3,242.4	3,947.0	3,882.3	6,261.9	5,882.5	18,261.0	14,938.4	19,973.6	21,762.5
구입전력비	4,820.0	3,475.0	4,820.0	3,551.6	4,998.9	4,310.5	5,253.0	5,637.1	18,270.0	16,666.6	20,199.5	25,198.0
감가상각비	2,768.6	2,812.2	2,752.0	2,910.1	2,854.6	2,920.1	2,995.1	3,011.0	10,819.7	11,242.8	11,780.7	12,086.7
인건비	1,250.3	1,233.1	1,225.3	-438.3	-325.0	-332.6	1,249.8	-447.0	4,898.5	3,270.4	145.2	148.1
수선비 및 기타	1,118.9	1,030.8	-204.6	3,741.2	2,414.4	2,812.3	500.0	3,816.1	5,530.7	5,686.4	9,542.7	9,733.5
매출총이익	996.4	1,103.4	2,979.8	1,685.2	1,185.5	-73.6	762.3	-2,495.7	1,393.1	6,764.7	-621.6	-2,431.5
매출총이익률(%)	6.6	8.4	19.0	11.5	7.9	-0.5	4.5	-16.2	2.4	11.5	-1.0	-3.7
판관비	565.8	713.6	647.5	751.5	613.8	691.1	660.9	789.1	2,669.6	2,678.4	2,754.9	3,012.4
판관비율(%)	3.7	5.5	4.1	5.1	4.1	5.1	3.9	5.1	4.5	4.6	4.5	4.5
영업이익	430.6	389.8	2,332.2	933.7	571.6	-764.8	101.4	-3,284.8	-1,276.5	4,086.3	-3,376.5	-5,444.0
영업이익 성장률(%)	흑전	흑전	88.2	흑전	32.8	적전	-95.7	적전	적확	흑전	적전	적확
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	3.8	-5.7	0.6	-21.3	-2.2	7.0	-5.5	-8.2
금융손익	-623.3	-273.3	-317.2	-172.4	-536.0	-325.9	-411.3	-555.1	-1,772.5	-1,386.2	-1,828.3	-1,659.8
기타손익	131.9	100.5	-100.1	-121.9	100.3	18.3	-116.5	-97.6	-431.0	10.3	-95.6	-158.3
종속, 공동지배, 관계기업 관련 손익	205.8	0.7	23.3	51.3	199.0	76.5	4.3	57.3	214.1	281.1	337.1	280.1
세전이익	145.0	217.8	1,938.2	690.7	334.9	-995.8	-422.1	-3,880.2	-3,265.8	2,991.5	-4,963.2	-6,982.0
연결 당기순이익	53.6	202.9	1,251.3	584.7	118.4	-673.9	-306.0	-2,813.1	-2,263.5	2,092.5	-3,674.6	-5,062.0
당기순이익률(%)	0.4	1.6	8.0	4.0	0.8	-5.0	-1.8	-18.3	-3.8	3.6	-6.0	-7.6
당기순이익 성장률(%)	흑전	흑전	419.0	흑전	120.9	적전	적전	적전	적확	흑전	적전	적확
지배주주 순이익	23.0	166.2	1,236.3	565.8	85.7	-695.8	-303.0	-2,785.0	-2,345.5	1,991.3	-3,698.1	-5,011.3

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

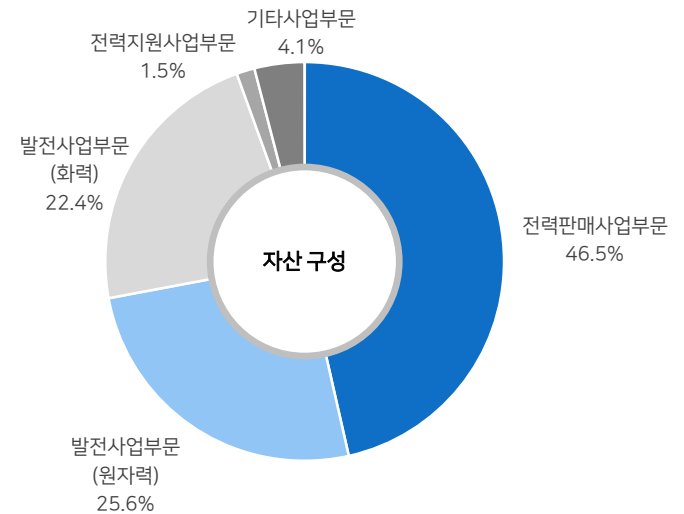
- 한국전력의 PBR은 0.3배를 저점으로 형성, 2020년 이후에는 0.3배를 깨는 De-rating을 보여왔는데, 이는 화력 발전소의 좌초자산화가 원인이라는 판단
- 화력 발전 관련 자산(12조원 규모)을 제외한 순자산에 PBR 0.3배를 적용한 시가총액 14조원, 주가 22,000원 수준부터는 트레이딩 관점에서 접근 필요

한국전력 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

한국전력의 부문별 자산 구성



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

한국전력(015760)

2022년 전망 시리즈 5

유틸리티

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	59,172.9	58,569.3	61,020.0	66,497.4	69,226.8
매출액증가율(%)	-2.4	-1.0	4.2	9.0	4.1
매출원가	57,779.8	51,804.6	61,641.7	68,928.9	67,556.7
매출총이익	1,393.1	6,764.7	-621.6	-2,431.5	1,670.0
판매비와관리비	2,669.6	2,678.4	2,754.9	3,012.5	3,140.8
영업이익	-1,276.5	4,086.3	-3,376.5	-5,444.0	-1,470.8
영업이익률(%)	-2.2	7.0	-5.5	-8.2	-2.1
금융손익	-1,772.5	-1,386.2	-1,828.3	-1,659.9	-1,862.0
중속/관계기업관련손익	214.1	281.1	337.1	280.1	302.1
기타영업외손익	-431.0	10.4	-95.6	-158.3	-67.9
세전계속사업이익	-3,265.8	2,991.5	-4,963.2	-6,982.0	-3,098.7
법인세비용	-1,002.3	899.1	-1,288.6	-1,920.1	-852.1
당기순이익	-2,263.5	2,092.5	-3,674.6	-5,062.0	-2,246.6
지배주주지분 손이익	-2,345.5	1,991.4	-3,698.1	-5,011.3	-2,224.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	19,483.0	20,561.9	18,375.9	20,125.3	21,091.6
현금및현금성자산	1,810.1	2,029.6	877.1	1,495.5	2,612.9
매출채권	6,939.2	7,162.7	7,509.7	8,026.4	8,300.2
재고자산	7,050.7	6,742.9	7,069.5	7,556.0	7,813.7
비유동자산	178,114.8	182,580.2	185,193.8	186,866.2	188,303.2
유형자산	164,701.8	168,709.4	170,713.0	171,797.4	172,907.7
무형자산	1,168.0	1,153.9	1,169.0	1,208.8	1,245.1
투자자산	8,478.3	8,643.4	9,060.0	9,608.2	9,898.6
자산총계	197,597.8	203,142.1	203,569.7	206,991.5	209,394.8
유동부채	24,231.7	25,881.2	28,782.0	31,532.1	33,544.5
매입채무	2,859.7	2,606.9	2,733.1	2,921.2	3,020.8
단기차입금	698.6	966.9	4,812.7	4,293.9	5,725.3
유동성장기부채	7,759.3	9,237.9	8,026.4	10,198.1	10,198.1
비유동부채	104,476.5	106,594.0	108,214.2	113,947.9	116,585.2
사채	55,629.0	56,045.8	56,067.9	58,628.6	59,586.6
장기차입금	3,389.7	3,004.0	2,852.8	2,910.2	2,939.3
부채총계	128,708.1	132,475.3	136,996.2	145,479.9	150,129.8
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,070.1	2,067.9	2,071.3	2,071.3	2,071.3
기타포괄이익누계액	-280.7	-409.6	-143.5	-143.5	-143.5
이익잉여금	49,202.1	51,133.6	46,723.4	41,712.0	39,487.9
비지배주주지분	1,393.3	1,370.2	1,417.7	1,367.0	1,344.6
자본총계	68,889.7	70,666.9	66,573.6	61,511.6	59,265.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	8,213.4	13,208.5	9,561.3	10,121.0	11,891.6
당기순이익(손실)	-2,263.5	2,092.5	-3,674.6	-5,062.0	-2,246.6
유형자산감가상각비	10,971.8	11,377.6	11,931.9	12,253.4	12,360.9
무형자산상각비	156.9	170.5	164.3	163.3	168.9
운전자본의 증감	-3,192.7	-2,889.3	508.7	3,036.7	1,608.4
투자활동 현금흐름	-13,499.4	-14,831.8	-11,263.6	-13,818.7	-13,216.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-14,000.4	-13,281.3	-13,051.1	-13,337.8	-13,471.2
투자자산의 감소(증가)	-486.6	-171.9	-417.8	-548.2	-290.4
재무활동 현금흐름	5,775.4	1,880.8	495.8	4,316.2	2,442.4
차입금증감	11,486.1	1,594.2	1,723.2	4,316.2	2,442.4
자본의증가	-8.5	-2.3	3.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	451.8	219.5	-1,152.5	618.4	1,117.3
기초현금	1,358.4	1,810.1	2,029.6	877.1	1,495.5
기말현금	1,810.1	2,029.6	877.1	1,495.5	2,612.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	92,175	91,235	95,052	103,584	107,836
EPS(지배주주)	-3,654	3,102	-5,761	-7,806	-3,465
CFPS	21,038	28,676	15,758	10,724	17,483
EBITDAPS	15,347	24,354	13,583	10,862	17,227
BPS	105,140	107,945	101,495	93,688	90,224
DPS	0	1,216	0	0	300
배당수익률(%)	0.0	4.4	0.0	0.0	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	-7.6	8.8	-4.1	-3.0	-6.9
PCR	1.3	1.0	1.5	2.2	1.4
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
EBITDA	9,852.2	15,634.3	8,719.6	6,972.7	11,059.0
EV/EBITDA	9.0	5.7	10.5	13.6	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.4	2.9	-5.5	-8.0	-3.8
EBITDA이익률	16.6	26.7	14.3	10.5	16.0
부채비율	186.8	187.5	205.8	236.5	253.3
금융비용부담률	3.5	3.4	3.0	2.8	2.8
이자보상배율(x)	-0.6	2.0	-1.8	-2.9	-0.8
매출채권회전율(x)	8.4	8.3	8.3	8.6	8.5
재고자산회전율(x)	8.3	8.5	8.8	9.1	9.0

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.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

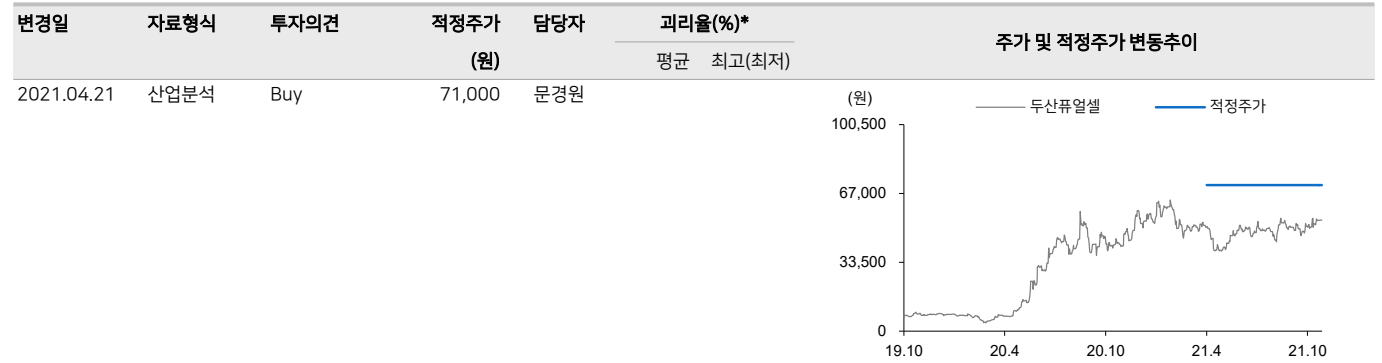
씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.28	산업분석	Buy	66,429	문경원	-22.7	-6.8	
2020.11.10	주식전략	Buy	72,123	문경원	1.3	25.2	
2021.01.28	기업브리프	Buy	107,063	문경원	-29.4	-13.8	
2021.04.13	기업브리프	Buy	107,000	문경원	-28.5	-17.0	
2021.11.08	기업브리프	Buy	95,000	문경원	-	-	

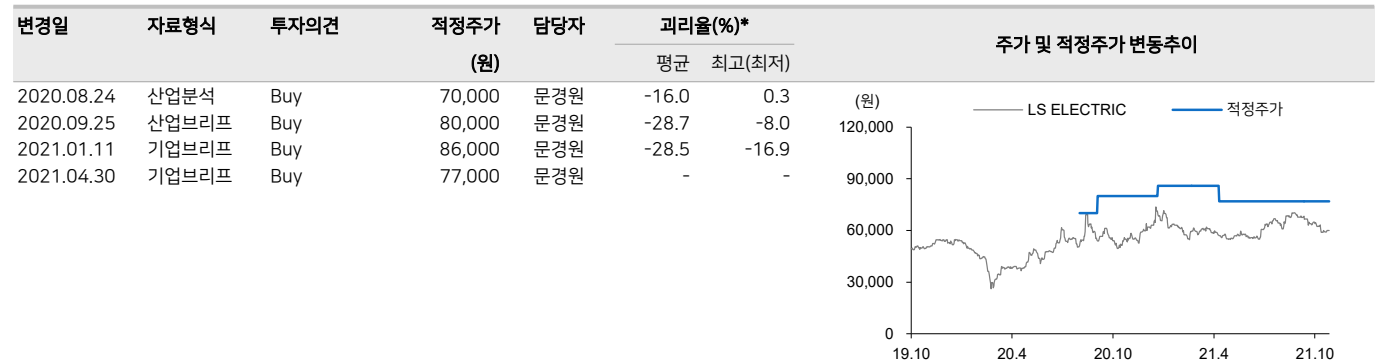
두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



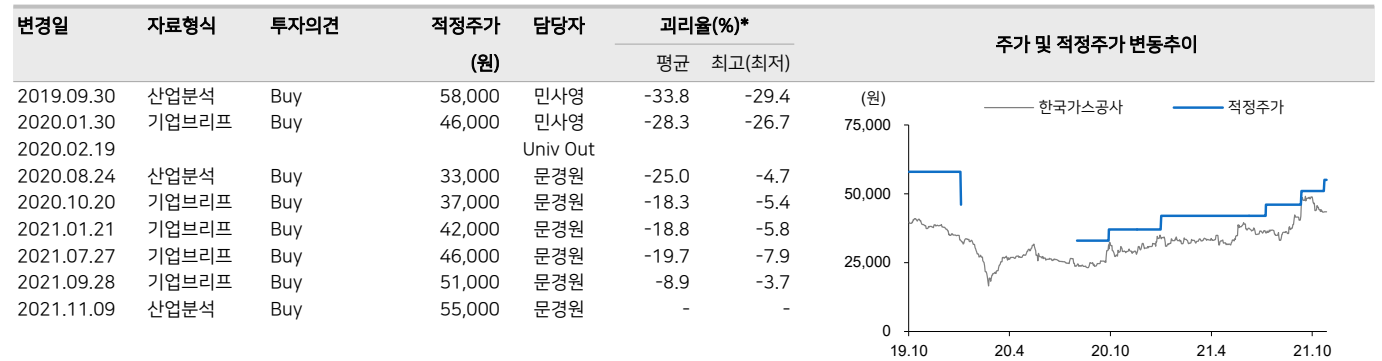
LS ELECTRIC (010120) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



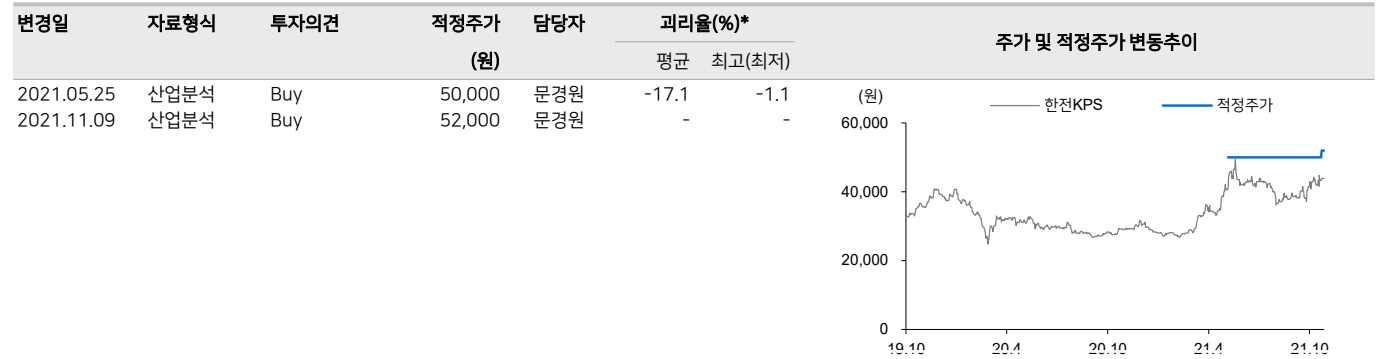
한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



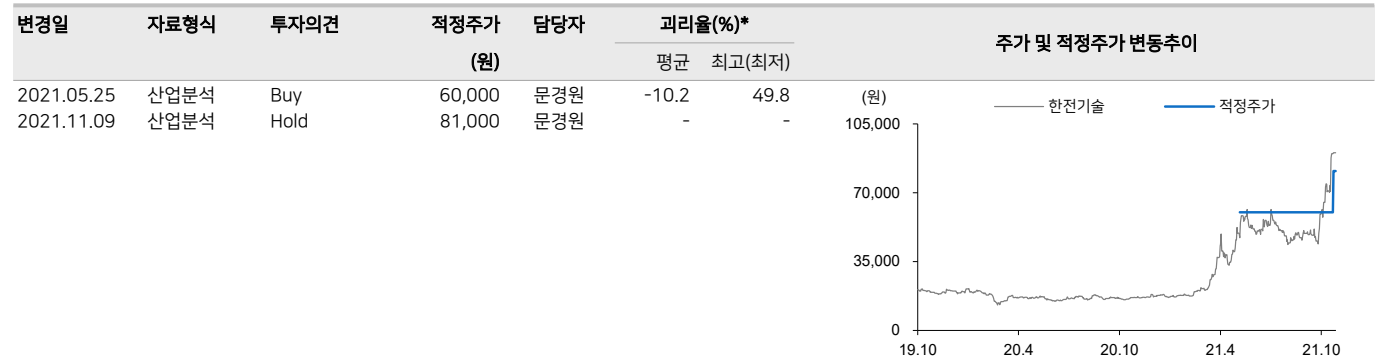
한전KPS (051600) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한전기술 (052690) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

