

2024. 2. 15



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 52,000 원**현재주가 (2.14)** 34,050 원**상승여력** 52.7%

KOSPI 2,620.42pt

시가총액 15,323억원

발행주식수 4,500만주

유동주식비율 48.75%

외국인비중 10.13%

52주 최고/최저가 38,650원/31,700원

평균거래대금 34.6억원

주요주주(%)

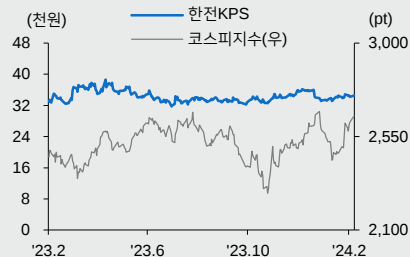
한국전력공사 외 1 인 51.02

국민연금공단 11.02

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.8 1.3 -2.4

상대주가 -1.9 -0.6 -8.2

주가그래프**한전KPS** 051600**4Q23 Review: 많이 벌어 도와야 할 때**

- ✓ 4Q23 연결 영업이익은 592억원 기록하며 컨센서스(322억원)를 크게 상회
- ✓ 화력 매출 상승과 노무비 통제가 주요 요인
- ✓ 2024년에도 배당 매력은 계속. 다소 감악하더라도 배당수익률 5.0% 가능
- ✓ 배당주로 봐도, 원전 관련주로 봐도 저렴한 밸류에이션
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 52,000원을 유지

화력 부문과 비용 통제가 이끈 서프라이즈

4Q23 연결 영업이익은 592억원(+22.5% YoY)을 기록하며 컨센서스(322억원)를 크게 상회했다. 매출액(4,404억원 vs 컨센서스 3,914억원) 상승과 노무비 감소(-2.3% YoY)가 모두 작용했다. 매출에서는 원전/양수 부문이 -9.6% YoY 감소한 반면 화력, 송변전, 대외가 각각 +35.4%, +17.1%, 18.0% YoY 상승했다. 특히 화력의 기여도가 컸는데, 계획예방정비는 예정대로 이뤄졌으나 일부 현장에서 매출을 앞당겨 인식한 것으로 추정된다. 노무비 감소는 특별한 이슈 없이 비용 통제 관점에서 생각해야 한다. 모회사가 힘든 탓에 자회사의 호실적, 많은 배당이 필요한 한 해였다.

2024년에도 배당 매력은 계속

2020~2022년 평균 57.5%의 높은 배당성향을 기록했는데, 최근 한국전력의 재무구조 악화를 감안 시 2023년 배당 성향이 추가적으로 상향될 가능성을 높게 본다. 구체적인 수준은 2023년 배당 성향을 통해 가능해볼 수 있다. 2024년 화력 매출 하락으로 인해 다소 감악이 예상되지만, 당사의 2024년 영업이익 전망치 1,819억원(-8.8% YoY)에 기반한 2024년 배당수익률은 5.0%(예상 DPS 1,700원)로 여전히 매력적이다. 경영등급이 발표되는 5월부터 실적과 DPS가 가시성을 띠게 된다.

배당주로 봐도, 원전 관련주로 봐도 저렴한 밸류에이션

투자의견 Buy, 적정주가 52,000원을 유지한다. 현 PER은 10.7배는 두 가지 측면에서 저평가로 보인다. 1)배당주 관점에서, 배당성향*(1+g)/(r-g) 공식을 적용한 이론적인 동사의 PER은 13.4배(배당성향 60%, COE 5.58% 적용). 2)원전 관련주 관점에서, 2010년 UAE 원전 수출 당시 동사의 PER은 20배 이상까지 상승했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,380.6	124.0	98.7	2,193	13.4	24,711	17.6	1.6	8.9	9.1	28.3
2022	1,429.1	130.6	100.2	2,226	1.5	27,016	14.9	1.2	7.4	8.6	28.5
2023P	1,533.8	199.4	162.7	3,615	62.4	29,148	9.4	1.2	5.0	12.9	29.0
2024E	1,538.4	181.9	142.9	3,177	-12.1	30,125	10.7	1.1	4.9	10.7	25.4
2025E	1,560.7	189.6	156.6	3,481	9.6	31,406	9.8	1.1	4.5	11.3	24.5

표1 한전KPS 4Q23 실적 Review

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	341.9	398.5	-14.2	332.3	2.9	393.7	-13.2	407.6	-16.1
영업이익	31.2	48.3	-35.5	36.4	-14.3	32.2	-3.0	37.7	-17.2
세전이익	32.1	43.1	-25.5	39.3	-18.3	34.3	-6.4	30.8	4.2
순이익	24.1	30.8	-21.7	29.9	-19.4	27.9	-13.5	22.6	6.6

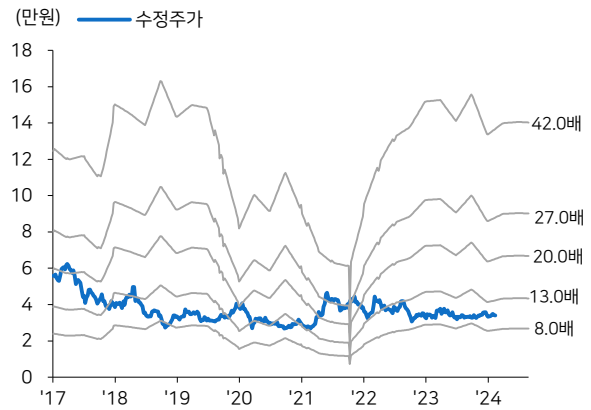
자료: 한전기술, 메리츠증권 리서치센터

표2 한전KPS 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023P	2024E	2023P	2024E	2023P	2024E
매출액	1,464.9	1,467.9	1,533.8	1,538.4	4.7%	4.8%
영업이익	151.1	170.5	199.4	181.9	31.9%	6.7%
영업이익률	10.3%	11.6%	13.0%	11.8%	2.7%p	0.2%p
당기순이익	118.1	127.9	162.7	142.9	37.8%	11.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한전KPS 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한전KPS 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	351.1	410.0	332.3	440.4	363.0	399.5	377.5	398.4	1,429.1	1,533.8	1,538.4	1,560.7
매출 성장률(% YoY)	15.9	6.3	-2.8	10.5	3.4	-2.6	13.6	-9.5	3.5	7.3	0.3	1.4
화력	117.0	164.5	108.6	170.5	112.5	146.5	129.5	138.0	468.1	560.6	526.3	522.9
원자력/수력	137.8	131.7	123.3	142.7	149.4	135.3	145.2	131.1	516.8	535.5	560.9	578.5
송변전	23.4	25.1	25.2	26.6	23.0	23.6	25.4	25.5	89.4	100.3	97.5	99.6
해외	47.0	54.4	40.0	54.1	56.4	65.3	48.0	64.9	247.5	195.5	234.6	239.3
대외	25.9	34.3	35.2	46.5	21.8	28.8	29.6	39.1	107.2	141.9	119.2	120.4
영업비용	296.2	361.2	295.9	381.2	303.7	364.7	317.7	370.5	1,298.5	1,334.4	1,356.5	1,371.0
인건비	149.9	161.4	150.9	171.8	154.2	165.8	154.1	178.4	643.0	634.1	652.5	664.7
감가상각비	11.7	12.3	12.6	13.0	12.7	12.6	12.4	12.5	45.2	49.6	50.3	48.6
원재료비	22.4	36.3	15.6	36.1	22.0	34.2	16.6	31.5	91.0	110.4	104.3	105.8
기타	112.2	151.1	116.7	163.8	114.7	152.1	134.5	148.1	519.3	543.9	549.4	552.0
영업이익	54.9	48.8	36.4	59.2	59.3	34.8	59.9	28.0	130.6	199.4	181.9	189.6
영업이익률(%)	15.6	11.9	11.0	13.4	16.3	8.7	15.9	7.0	9.1	13.0	11.8	12.2
영업이익 성장률(% YoY)	143.9	71.1	16.9	22.5	8.1	-28.9	64.4	-52.8	5.3	52.7	-8.8	4.2
금융손익	3.3	1.6	3.2	3.8	5.4	5.2	3.7	4.9	6.6	11.9	19.1	23.9
기타손익	1.8	2.2	-0.4	-4.1	-2.2	-2.3	-2.5	-3.5	-2.6	-0.4	-10.5	-4.7
종속,지배,관련기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0
세전이익	59.9	52.7	39.3	59.0	62.6	37.6	61.1	29.3	134.6	210.9	190.6	208.9
법인세비용	13.9	12.0	9.4	12.9	15.6	9.4	15.3	7.3	34.4	48.2	47.6	52.2
법인세율(%)	23.2	22.7	24.0	21.9	25.0	25.0	25.0	25.0	25.6	22.9	25.0	25.0
당기순이익	46.0	40.7	29.9	46.1	46.9	28.2	45.8	22.0	100.2	162.7	142.9	156.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

한전 KPS (051600)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,380.6	1,429.1	1,533.8	1,538.4	1,560.7
매출액증가율(%)	5.9	3.5	7.3	0.3	1.4
매출원가	1,163.5	1,203.5	1,250.9	1,262.8	1,278.0
매출총이익	217.1	225.6	282.9	275.7	282.7
판매관리비	93.1	95.0	83.5	93.7	93.1
영업이익	124.0	130.6	199.4	181.9	189.6
영업이익률(%)	9.0	9.1	13.0	11.8	12.2
금융손익	4.4	6.6	11.9	19.1	23.9
종속/관계기업손익	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	7.3	-2.6	-0.4	-10.5	-4.7
세전계속사업이익	135.9	134.6	210.9	190.6	208.9
법인세비용	37.3	34.4	48.2	47.7	52.2
당기순이익	98.7	100.2	162.7	142.9	156.6
지배주주지분 순이익	98.7	100.2	162.7	142.9	156.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	133.3	81.3	203.5	230.6	205.0
당기순이익(손실)	98.7	100.2	162.7	142.9	156.6
유형자산상각비	42.1	45.2	49.6	50.3	48.6
무형자산상각비	2.4	2.4	2.2	1.9	1.4
운전자본의 증감	-178.7	-209.9	-71.6	35.5	-1.7
투자활동 현금흐름	-39.8	27.3	-6.4	-25.8	-39.2
유형자산의증가(CAPEX)	-30.1	-37.9	-35.1	-36.8	-38.7
투자자산의감소(증가)	-14.4	-5.9	-7.9	7.8	-0.4
재무활동 현금흐름	-55.9	-59.7	-64.1	-99.5	-99.0
차입금의 증감	3.4	1.0	-1.5	-0.5	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	38.6	48.5	133.2	105.4	66.8
기초현금	35.4	74.0	122.6	255.8	361.1
기말현금	74.0	122.6	255.8	361.1	428.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	800.1	868.1	1,035.2	1,066.3	1,136.6
현금및현금성자산	74.0	122.6	255.8	361.1	428.0
매출채권	114.3	111.7	123.5	111.7	112.3
재고자산	23.9	28.8	31.8	28.7	28.9
비유동자산	626.8	693.9	656.7	633.6	622.7
유형자산	447.0	447.7	440.2	426.7	416.8
무형자산	8.5	8.3	8.2	6.3	4.9
투자자산	70.1	76.0	83.9	76.1	76.5
자산총계	1,426.9	1,562.0	1,691.9	1,699.9	1,759.3
유동부채	267.7	317.6	351.0	317.5	319.1
매입채무	14.9	9.3	10.3	9.3	9.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	47.2	28.7	29.3	26.8	26.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	314.9	346.3	380.2	344.3	346.0
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	1,103.6	1,207.4	1,303.2	1,347.1	1,404.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,112.0	1,215.7	1,311.7	1,355.6	1,413.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	30,679	31,757	34,085	34,188	34,681
EPS(지배주주)	2,193	2,226	3,615	3,177	3,481
CFPS	7,268	7,263	7,569	4,968	5,222
EBITDAPS	3,745	3,959	5,582	5,201	5,325
BPS	24,711	27,016	29,148	30,125	31,406
DPS	1,199	1,305	2,200	2,200	2,200
배당수익률(%)	3.1	3.9	6.5	6.5	6.5
Valuation(Multiple)					
PER	17.6	14.9	9.4	10.7	9.8
PCR	5.3	4.6	4.5	6.9	6.5
PSR	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
PBR	1.6	1.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA(십억원)	168.5	178.2	251.2	234.0	239.6
EV/EBITDA	8.9	7.4	5.0	4.9	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.1	8.6	12.9	10.7	11.3
EBITDA 이익률	12.2	12.5	16.4	15.2	15.4
부채비율	28.3	28.5	29.0	25.4	24.5
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	166.1	150.8	247.5	258.9	269.7
매출채권회전율(x)	10.7	12.6	13.0	13.1	13.9
재고자산회전율(x)	57.9	54.3	50.7	50.8	54.2

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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한전 KPS (051600) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

