



꿈틀꿈틀

꿈틀꿈틀

12

2022년 하반기 전망 시리즈

유틸리티/철강

유틸리티/철강		Overweight
Top Picks	투자판단	적정주가
씨에스윈드 (112610)	Buy	86,000원
두산퓨얼셀 (336260)	Buy	64,000원
고려아연 (010130)	Buy	740,000원
관심종목	투자판단	적정주가
한국가스공사 (036460)	Buy	55,000원
한국전력 (000000)	Hold	23,000원
LS ELECTRIC (010120)	Buy	64,000원

유틸리티/철강

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr



Contents

Part I	인플레이션, 당하고만 있을 수는 없다	7
Part II	진짜 전쟁은 이제부터 시작	21
Part III	철강: 시장을 읽는 문법이 달라졌다	33

기업분석	씨에스원드(112610)	46
	두산퓨얼셀(336260)	49
	한국가스공사(036460)	52
	한국전력(015760)	55
	한전기술(052690)	58
	한전KPS(051600)	61
	SGC에너지(005090)	64
	LS ELECTRIC(010120)	68
	고려아연(010130)	72
	현대제철(004020)	75
	POSCO홀딩스(005490)	79

[Summary] 꿈틀꿈틀: 인플레이션에 대한 대응에 투자하자

Overweight

I

인플레이션, 당하고 있을 수만은 없다

- 2022년 상반기 한국가스공사, 고려아연 등 원자재 가격 상승에 수혜를 볼 수 있는 종목 Outperform, 씨에스윈드, 두산퓨얼셀 등 원자재 가격 상승에 악영향을 받는 종목들이 Underperform
- 이제는 인플레이션 이후 대응에 주목할 시기. 풍력 터빈사 등 기자재 업체들은 발전사 대상 가격 인상을 진행 중. 발전사들의 실적 호조 감안 시 하반기 주주 반등 가능
- 한국전력에 대한 규제 변수는 호의적으로 변화. 다만 가장 중요한 요금 인상은 연내 쉽지 않으며, BPS 하락으로 높아진 밸류가 부담

II

진짜 전쟁은 이제부터 시작

- 에너지 위기는 필연적으로 새로운 에너지원의 출현을 수반. 러-우크라 사태 이후 재생에너지 및 수소의 역할 증대 예상
- REPowerEU 목표에 따르면 EU 내 태양광, 풍력 시장 규모 단기적으로 2~3배 확대 필요
- 미국 BBB 법안 통과 여부는 9월말까지 결정 예상. BBB 통과 시 풍력 산업 최대 수혜
- 국내 역시 수소법 개정안의 시행령 발표(11월 이전), 4차 에기본(7월), 12차 전기본(12월) 등 이벤트 풍부. 신규 원전 계획 및 원전 수출 관련 뉴스 플로우에 주목

III

철강: 달라진 문법

- 중국 정부 경기부양책은 부동산 경기 및 철강 수요에 긍정적 영향. 다만 경험적으로 수요에 영향을 미치기까지 6개월 내외의 시차가 존재
- 국내 철강사는 중국 경기 부진에도 불구하고 1Q22 어닝 서프라이즈 기록. 중국과 함께 힘들지 않았기 때문에 중국 경기 반등 시의 수혜 폭도 제한적. 오히려 수출 확대에 따른 수급 악화 가능성 우려
- 아연 가격은 중국 경기 둔화와 함께 함께 하락했기 때문에 부양책으로 인한 반등 기대 가능. 높은 제련수율 역시 실적 개선에 기여

IV

Top Picks

- 씨에스윈드(112610)**
Buy, 86,000원
1Q22가 실적 저점. 하반기 신규 법인 흑자전환. 미국/유럽 항노출도가 가장 높은 풍력 업체
- 두산퓨얼셀(336260)**
Buy, 64,000원
수소법 개정안 본회의 통과 이후 정책 불확실성 해소. 하반기 주주 반등 전망
- 고려아연(010130)**
Buy, 740,000원
제련수수료 상승, 판매량 회복으로 실적 흐름 상회하고. 중국 경기 회복 시 추가 개선 가능. 전구체, 동박 등 신사업이 구체화되는 시기

12

2022년 하반기 전망 시리즈

유틸리티/철강

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
씨에스윈드 (112610)	Buy	86,000원
두산퓨얼셀 (336260)	Buy	64,000원
한국가스공사 (036460)	Buy	55,000원
한국전력 (015760)	Hold	23,000원
한전기술 (052690)	Hold	81,000원
한전KPS (051600)	Buy	52,000원
SGC에너지 (005090)	Buy	63,000원
LS ELECTRIC (010120)	Buy	64,000원
고려아연 (010130)	Buy	740,000원
현대제철 (004020)	Buy	56,000원
POSCO홀딩스 (005490)	Buy	390,000원

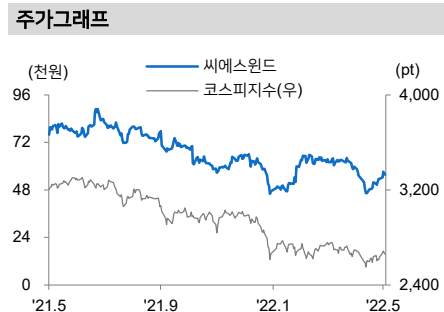
씨에스원드(112610) 올라갈 일만 남았다

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

Buy

적정주가 (12개월)	86,000원
현재주가 (6. 2)	55,700원
상승여력	54.4%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	23,489억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	54.62%
외국인비중	10.83%
52주 최고/최저가	88,800원/46,000원
평균거래대금	176.9억원
주요주주(%)	
김성권 외 22 인	43.46
국민연금공단	9.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	-4.0	-30.1
상대주가	-3.9	6.4	-15.3



1분기가 실적 저점, 2022년 실적은 상저하고

- 1Q22 산발적인 생산 차질과 인플레이션 영향으로 어닝쇼크 기록했으나, 2022년 연간 탑라인 성장에 대한 가시성은 높음. 마진 측면에서 불확실성 남아있으나 1Q22 수준(영업이익률 3.0%)이 재현될 가능성은 낮다는 판단
- 하반기 신규 법인(미국, 포르투갈)의 증설 효과 본격 반영. 매출액 상승 및 흑자전환 가능

개선의 기미가 보이는 업황. 수주 반등과 BBB가 트리거

- 1Q22 글로벌 풍력 터빈사들의 수주 감소는 구조적인 변화는 아님. 원재료 및 운송비 변동성 완화 시 회복 가능
- 최종 소비자인 재생에너지 디벨로퍼들의 실적은 전력판가 상승에 힘입어 견조. 풍력 터빈사들의 인상 요구를 받아들일 수 있는 여건이 조성. 하반기부터 터빈사들의 수주 반등 예상
- 역성장이 예상되는 미국 시장은 Build Back Better 통과 시 반전 가능. 3Q22 내 결정될 가능성 높음

자체적 성장 스토리는 여전. 업황 반전 시 가장 먼저 반등할 종목

- 인수 및 증설 효과가 온기 반영되는 2023년 기준 PER은 15.9배 수준으로 어느 때보다 밸류에이션 매력 높음
- 연말 전후 구체화될 국내 법인 투자 내용에도 주목. 투자 의견 Buy, 적정주가 86,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	969.1	97.6	30.9	845	-3.1	11,314	104.8	7.8	25.4	8.2	98.6
2021	1,203.4	101.0	66.2	1,601	70.1	21,204	41.0	3.1	21.5	10.1	87.4
2022E	1,645.4	90.5	67.0	1,590	-22.7	22,201	35.0	2.5	17.9	7.3	94.4
2023E	2,059.7	154.3	147.6	3,501	121.6	25,112	15.9	2.2	12.4	14.8	88.5
2024E	2,080.3	142.8	138.4	3,281	-6.3	27,803	17.0	2.0	12.5	12.4	82.8

씨에스윈드 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출	242.1	279.0	214.5	467.9	310.1	356.4	441.2	537.7	502.2	799.4	969.1	1,203.4	1,645.4	2,059.6
매출 성장률(% YoY)	33.7	15.9	-21.5	70.7	28.1	27.8	105.7	14.9	60.8	59.2	21.2	24.2	36.7	25.2
주요 생산 법인	214.4	247.5	192.6	340.3	205.2	243.6	218.1	297.8	502.2	799.4	865.5	994.9	964.6	1,190.0
씨에스베어링	27.8	31.4	21.8	14.5	14.9	12.8	23.0	30.0	0.0	0.0	103.5	95.6	80.7	99.6
CSW America				94.8	70.0	80.0	170.0	180.0	0.0	0.0	0.0	94.8	500.0	630.0
ASM Industries				18.2	20.0	20.0	30.0	30.0	0.0	0.0	0.0	18.2	100.0	140.0
영업이익	31.6	28.2	12.8	28.3	9.2	12.8	29.5	38.9	32.7	60.1	97.6	101.0	90.4	154.3
영업이익률(%)	13.0	10.1	6.0	6.1	3.0	3.6	6.7	7.2	6.5	7.5	10.1	8.4	5.5	7.5
영업이익 성장률(% YoY)	94.2	16.7	-59.5	11.4	-70.8	-54.5	130.0	37.2	-7.5	83.7	62.3	3.5	-10.4	70.6
금융손익	2.6	0.6	-3.3	-14.1	-10.8	-1.7	-3.5	-2.0	-3.1	-9.9	-11.0	-14.3	-18.1	-6.5
기타손익	-0.6	-0.2	2.7	-0.5	0.2	0.2	0.3	0.1	-22.4	-10.2	-27.6	1.5	0.8	-0.2
종속, 지배, 관계기업 손익	0.2	1.8	-0.1	-0.7	-0.3	0.3	0.4	0.6	-0.5	-0.2	-1.2	1.2	1.0	3.2
세전이익	33.7	30.4	12.1	13.1	-1.7	11.6	26.7	37.5	6.8	39.9	57.8	89.4	74.1	150.8
법인세비용	5.6	7.2	1.8	10.0	3.9	2.9	6.7	9.4	-0.3	5.2	24.2	24.6	22.8	37.7
당기순이익	28.1	23.2	10.3	3.1	-5.9	8.7	20.0	28.1	7.1	34.7	33.6	64.7	51.1	113.1
순이익률(%)	11.6	8.3	4.8	0.7	-1.9	2.4	4.5	5.2	1.4	4.3	3.5	5.4	3.1	5.5
순이익 성장률(% YoY)	108.7	54.5	-50.5	흑전	적전	-62.5	95.1	809.2	-81.9	391.5	-3.1	92.7	-21.1	121.6
지배순이익	27.7	22.4	10.2	5.9	-5.3	9.4	25.0	37.9	5.9	31.9	30.9	66.2	67.0	147.6

주: 주요 생산법인 항목은 베트남, 말레이시아, 터키, 중국, 대만 및 기타 사업부와 연결 조정 포함
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드(112610)

2022년 하반기 전망 시리츠 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	969.1	1,203.4	1,645.4	2,059.7	2,080.3
매출액증가율(%)	21.2	24.2	36.7	25.2	1.0
매출원가	821.1	1,031.2	1,461.7	1,819.8	1,844.5
매출총이익	148.0	172.3	183.7	239.9	235.8
판매비와관리비	50.4	71.3	93.2	85.6	93.0
영업이익	97.6	101.0	90.5	154.3	142.8
영업이익률(%)	10.1	8.4	5.5	7.5	6.9
금융손익	-11.0	-14.3	-18.1	-6.5	-5.8
종속/관계기업관련손익	-1.2	1.2	1.0	3.2	3.8
기타영업외손익	-27.6	1.5	0.8	-0.2	0.6
세전계속사업이익	57.8	89.4	74.1	150.8	141.3
법인세비용	24.2	24.6	22.9	37.7	35.3
당기순이익	33.6	64.7	51.1	113.1	106.0
지배주주지분 순이익	30.9	66.2	67.0	147.6	138.4
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	547.2	1,072.9	1,100.8	1,181.0	1,239.5
현금및현금성자산	91.8	261.8	107.4	59.4	112.4
매출채권	201.9	388.8	445.9	511.1	513.3
재고자산	204.5	350.9	402.5	461.4	463.3
비유동자산	333.5	701.0	750.5	780.6	811.2
유형자산	272.5	510.0	554.1	589.6	625.2
무형자산	21.0	127.4	120.7	114.7	109.3
투자자산	12.9	6.9	10.9	11.5	11.9
자산총계	880.7	1,773.9	1,851.3	1,961.6	2,050.7
유동부채	332.2	572.7	674.0	704.2	711.1
매입채무	146.3	193.9	222.4	254.9	256.0
단기차입금	138.2	180.7	235.0	223.2	223.2
유동성장기부채	8.0	7.2	7.7	7.7	7.7
비유동부채	104.9	254.4	225.2	216.9	218.0
사채	17.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	63.1	206.2	174.0	164.0	164.0
부채총계	437.1	827.1	899.2	921.1	929.2
자본금	8.6	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	210.4	597.3	592.0	592.0	592.0
기타포괄이익누계액	-24.5	8.0	14.9	14.9	14.9
이익잉여금	218.6	267.9	309.6	432.4	545.9
비지배주주지분	30.4	52.6	16.0	-18.6	-50.9
자본총계	443.5	946.8	952.2	1,040.5	1,121.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	24.0	-105.4	46.6	70.2	173.4
당기순이익(손실)	33.6	64.7	51.1	113.1	106.0
유형자산감가상각비	27.8	31.6	49.6	54.7	59.1
무형자산상각비	1.5	6.5	8.5	6.0	5.4
운전자본의 증감	-79.6	-193.4	-58.8	-103.6	3.0
투자활동 현금흐름	-110.3	-300.6	-159.7	-71.8	-95.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-110.2	-92.3	-101.7	-90.2	-94.7
투자자산의 감소(증가)	0.5	6.0	-4.0	-0.6	-0.4
재무활동 현금흐름	109.4	567.8	-40.3	-46.4	-24.8
차입금증감	13.1	202.4	23.7	-21.6	0.1
자본의증가	26.3	399.3	-5.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	7.9	170.0	-154.5	-48.0	53.1
기초현금	83.9	91.8	261.8	107.4	59.4
기말현금	91.8	261.8	107.4	59.4	112.4
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	26,540	29,098	39,016	48,840	49,329
EPS(지배주주)	845	1,601	1,590	3,501	3,281
CFPS	3,490	3,229	3,564	5,336	5,189
EBITDAPS	3,476	3,364	3,522	5,099	4,915
BPS	11,314	21,204	22,201	25,112	27,803
DPS	473	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.9	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	104.8	41.0	35.0	15.9	17.0
PCR	25.4	20.4	15.6	10.4	10.7
PSR	3.3	2.3	1.4	1.1	1.1
PBR	7.8	3.1	2.5	2.2	2.0
EBITDA	126.9	139.1	148.5	215.0	207.3
EV/EBITDA	25.4	21.5	17.9	12.4	12.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	10.1	7.3	14.8	12.4
EBITDA이익률	13.1	11.6	9.0	10.4	10.0
부채비율	98.6	87.4	94.4	88.5	82.8
금융비용부담률	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	11.4	11.4	7.8	10.6	10.0
매출채권회전율(x)	5.4	4.1	3.9	4.3	4.1
재고자산회전율(x)	6.0	4.3	4.4	4.8	4.5

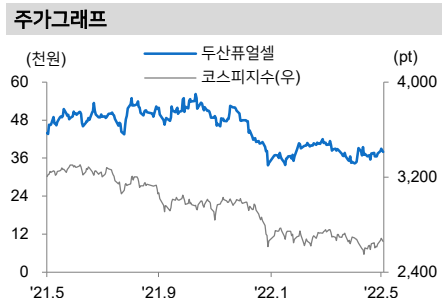
두산퓨얼셀(336260) 하반기 주주는 돌아온다

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

Buy

적정주가 (12개월)	64,000원
현재주가 (6. 2)	37,950원
상승여력	68.6%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	24,855억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	14.61%
52주 최고/최저가	56,200원/33,700원
평균거래대금	224.9억원
주요주주(%)	
두산중공업 외 14 인	37.84
국민연금공단	7.73

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	-17.9	-18.5
상대주가	11.8	-9.1	-1.1



하반기 주주는 돌아온다

- 1Q22 0MW로 수주가 부진했으나, 연간 수주 가이드라인인 240MW 달성은 여전히 가능. 상반기 정책 불확실성 및 가스 가격 상승으로 지연된 프로젝트가 하반기 집중 인식되기 때문
- 1Q22 적자(-86억원)는 상품 비중 확대에 기인. 하반기부터 탑라인 성장 및 제품 비중 확대로 흑자 전환 가능. 연말 이후 신공장 가동되며 제품 비중은 중장기적으로 성장

수소에 대한 정책적 불확실성 해소되는 시점

- 5월 29일 수소법 개정안이 본회의를 통과. 11월 말 이전까지 CHPS(Clean Hydrogen Portfolio Standard)의 구체적인 내용을 확인할 수 있을 전망. RPS 의무 이행을 위한 연료전지 수요가 향후 1년 동안 몰릴 가능성도 존재
- 적어도 현 정부에서도 수소에 대한 지원이 지속된다는 방향성은 명확

내수 업체에서 수출 업체로

- 2Q22 두번째 중국향 수주(4.8MW)에 성공하며 타겟 시장을 넓혀 가는 중. Tri-gen 관련 수주도 하반기 가능
- 투자의견 Buy, 적정주가 64,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	461.8	26.0	14.2	248	-70.1	6,262	216.2	8.5	103.8	4.2	54.2
2021	381.4	18.0	8.7	133	-46.4	6,331	361.4	7.6	123.4	1.7	34.9
2022E	473.5	19.3	20.1	306	130.6	6,577	124.0	5.8	81.5	3.8	82.1
2023E	918.8	56.6	39.3	600	96.2	7,057	63.2	5.4	31.2	7.0	118.9
2024E	1,148.7	92.7	62.2	949	58.1	7,817	40.0	4.9	18.9	10.2	103.8

두산퓨얼셀 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
수주(MW)	6.0	0.0	22.0	103.0	0.0	4.8	60.0	160.0	108.0	131.0	224.8	295.3	378.0	429.1
ASP 증가율(% YoY)	-9.1	N/A	N/A	-6.3	N/A	-2.5	-2.5	-2.5		-7.4	-4.6	-8.1	-3.6	-1.9
실적 전망														
매출	72.0	55.6	122.7	131.2	51.2	42.0	111.8	268.4	461.8	381.4	473.5	918.8	1,148.7	1,690.0
매출액 성장률(% YoY)	0.0	-49.5	-29.5	-16.8	0.0	-24.4	-8.9	104.6	108.8	-17.4	24.1	94.0	25.0	47.1
연료전지 주기기	50.8	34.4	95.6	106.4	27.5	17.9	87.7	241.6	395.0	287.2	374.7	755.3	915.3	1,368.4
LTSA	21.2	21.2	27.0	24.8	23.7	24.1	24.1	26.9	66.8	94.2	98.7	163.5	233.4	321.6
LTSA 비중(%)	29.5	38.1	22.0	18.9	46.2	57.3	21.6	10.0	14.5	24.7	20.9	17.8	20.3	19.0
매출원가	65.1	48.5	105.4	114.2	50.9	39.1	98.0	232.5	411.2	333.2	420.5	817.4	1,007.0	1,451.7
판관비	6.6	6.0	9.6	8.0	9.0	5.4	9.2	10.1	24.6	30.2	33.7	44.7	49.0	51.5
영업이익	0.3	1.0	7.6	9.0	-8.6	-2.5	4.6	25.8	26.0	18.0	19.3	56.6	92.7	186.8
영업이익률(%)	0.4	1.9	6.2	6.9	-16.8	-5.9	4.1	9.6	5.6	4.7	4.1	6.2	8.1	11.1
금융손익	6.7	0.0	6.2	4.1	2.2	1.0	1.2	0.0	16.5	17.0	4.3	-4.3	-9.2	-15.7
기타손익	0.1	1.5	1.2	-1.8	4.2	0.6	0.5	0.4	-3.8	0.9	5.8	1.5	0.5	0.2
종속, 지배, 관계기업 손익	0.5	-0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-0.4	-0.5	-0.5	1.6	-0.2	-2.1	-2.0	-2.1	-2.2
세전이익	2.0	0.6	9.1	6.9	-4.3	-1.3	5.8	25.7	18.3	18.6	25.9	51.7	81.8	169.0
법인세비용	6.3	0.2	2.4	1.1	-1.4	-0.3	1.4	6.2	4.1	9.9	5.9	12.4	19.6	40.6
법인세율(%)	309.8	30.2	26.2	15.6	31.9	24.0	24.0	24.0	22.3	53.3	22.7	24.0	24.0	24.0
당기순이익	-4.3	0.4	6.7	5.8	-2.9	-1.0	4.4	19.5	14.2	8.7	20.0	39.3	62.2	128.5
순이익률(%)	-5.9	0.8	5.5	4.4	-5.7	-2.3	4.0	7.3	3.1	2.3	4.2	4.3	5.4	7.6

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀(336260)

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	461.8	381.4	473.5	918.8	1,148.7
매출액증가율(%)	108.8	-17.4	24.1	94.0	25.0
매출원가	411.2	333.2	420.5	817.4	1,007.0
매출총이익	50.6	48.2	53.0	101.4	141.7
판매비와관리비	24.6	30.2	33.7	44.7	49.0
영업이익	26.0	18.0	19.3	56.6	92.7
영업이익률(%)	5.6	4.7	4.1	6.2	8.1
금융손익	-5.6	-0.1	2.9	-4.3	-9.2
종속/관계기업관련손익	1.6	-0.2	-2.1	-2.0	-2.1
기타영업외손익	-3.8	0.9	5.8	1.5	0.5
세전계속사업이익	18.3	18.6	25.9	51.7	81.8
법인세비용	4.1	9.9	5.9	12.4	19.6
당기순이익	14.2	8.7	20.1	39.3	62.2
지배주주지분 순이익	14.2	8.7	20.1	39.3	62.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	652.0	498.2	698.5	817.7	754.5
현금및현금성자산	132.4	6.0	166.3	246.7	133.7
매출채권	72.1	29.2	59.7	66.8	75.1
재고자산	112.3	209.0	318.3	337.2	358.2
비유동자산	138.2	200.6	281.6	447.0	549.4
유형자산	51.3	90.9	169.6	337.9	441.0
무형자산	28.0	37.3	37.1	36.3	35.5
투자자산	7.9	7.8	9.1	7.0	7.1
자산총계	790.2	698.9	980.1	1,264.6	1,303.9
유동부채	264.6	77.6	265.9	305.9	277.0
매입채무	74.0	16.9	34.7	38.8	43.6
단기차입금	0.0	0.0	110.0	132.0	82.0
유동성장기부채	100.3	2.9	2.9	2.8	2.7
비유동부채	13.1	103.1	176.0	381.1	387.1
사채	0.0	74.8	74.8	174.8	174.8
장기차입금	0.0	0.0	50.0	150.0	150.0
부채총계	277.6	180.7	441.8	687.0	664.2
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	479.4	477.6	477.6	477.6	477.6
기타포괄이익누계액	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	24.5	31.8	51.9	91.2	153.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	512.5	518.2	538.3	577.6	639.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-76.0	-140.1	-91.6	55.7	104.0
당기순이익(손실)	14.2	8.7	20.1	39.3	62.2
유형자산감가상각비	6.0	7.0	13.5	36.0	63.8
무형자산상각비	1.3	1.6	1.2	0.8	0.7
운전자본의 증감	-132.7	-187.9	-128.2	-20.4	-22.7
투자활동 현금흐름	-255.5	42.1	92.7	-197.1	-167.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.8	-34.9	-86.0	-204.3	-166.9
투자자산의 감소(증가)	-1.5	-1.6	1.8	2.1	-0.1
재무활동 현금흐름	330.6	-28.3	159.2	221.9	-50.1
차입금증감	0.1	-16.5	160.7	221.9	-50.1
자본의증가	331.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-0.9	-126.4	160.3	80.4	-113.1
기초현금	133.3	132.4	6.0	166.3	246.7
기말현금	132.4	6.0	166.3	246.7	133.7
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	8,056	5,824	7,230	14,028	17,540
EPS(지배주주)	248	133	306	600	949
CFPS	1,193	950	686	1,418	2,376
EBITDAPS	582	407	519	1,427	2,401
BPS	6,262	6,331	6,577	7,057	7,817
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	216.2	361.4	124.0	63.2	40.0
PCR	44.8	50.5	55.3	26.8	16.0
PSR	6.6	8.2	5.2	2.7	2.2
PBR	8.5	7.6	5.8	5.4	4.9
EBITDA	33.4	26.6	34.0	93.4	157.3
EV/EBITDA	103.8	123.4	81.5	31.2	18.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	1.7	3.8	7.0	10.2
EBITDA이익률	7.2	7.0	7.2	10.2	13.7
부채비율	54.2	34.9	82.1	118.9	103.8
금융비용부담률	1.1	1.3	0.9	1.4	1.5
이자보상배율(x)	5.3	3.6	4.6	4.4	5.3
매출채권회전율(x)	5.5	7.5	10.7	14.5	16.2
재고자산회전율(x)	4.9	2.4	1.8	2.8	3.3

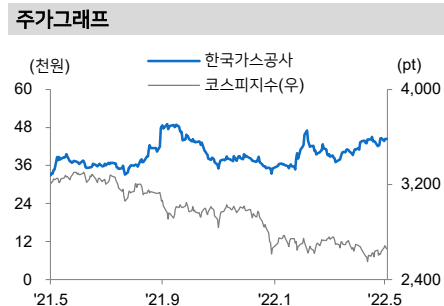
한국가스공사(036460) 든든한 국밥같은 매력

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

Buy

적정주가 (12개월)	55,000원
현재주가 (6. 2)	44,400원
상승여력	23.9%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	40,987억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	43.83%
외국인비중	10.63%
52주 최고/최저가	49,100원/33,150원
평균거래대금	179.1억원
주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1 인	46.63
국민연금공단	10.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.0	18.6	32.9
상대주가	8.1	31.3	61.2



연내 해외사업 이익 개선은 지속

- 1Q22 호실적을 이끌었던 GLNG의 이익은 2Q22 다소 감소하지만, 생산이 재개된 Prelude로부터 이익 증가폭이 훨씬 클 전망. 하반기에도 유가 상승 및 모잠비크 Coral FLNG 생산 개시로 호실적 지속 전망
- 현재 컨센서스는 유가, 가스 가격 급등을 충분히 반영하지 못함. 연말로 갈수록 추정치 상향 가능성 높음

미수금 우려보다 배당 매력에 주목

- Inpex 등 글로벌 Peer 대비 Underperform하는 원인은 규제 리스크. 미수금 규모는 1Q22 5.5조원, 연말 7~8조원 수준으로 역대 최대치를 경신할 전망. 중장기적으로 가스요금 인상을 통해 해소할 계획
- 다만 배당은 현금흐름과 상관없이 별도순이익 기준으로 지급. 적정투자보수 증가 및 환손실 규모 감소로 연말 2,000~2,500원 수준의 배당이 가능. 최근 환율 안정화 추세는 배당에 긍정적

불확실한 시장 상황에서 안정적인 투자 대안

- 현 12개월 선행 PBR 0.4배, PER 3.7배로 역사적 밸류에이션 하단에 위치
- 유가, 가스, 금리 상승이 오히려 실적 개선으로 이어지는 사업 구조 상, 불안한 시장 상황에서 방어주 매력 부각
- 투자의견 Buy, 적정주가 55,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	20,833.7	898.9	-172.1	-1,864	-375.8	81,040	-16.6	0.4	10.7	-2.2	364.2
2021	27,520.8	1,239.7	950.8	10,299	-700.3	96,077	3.8	0.4	10.7	11.6	378.9
2022E	37,271.0	1,675.7	952.6	10,319	-0.7	101,929	4.3	0.4	9.7	10.4	390.2
2023E	35,996.5	1,870.0	1,107.0	11,992	16.8	111,876	3.7	0.4	8.8	11.2	338.1
2024E	32,665.6	1,620.2	981.8	10,636	-11.3	120,187	4.2	0.4	9.2	9.2	311.1

한국가스공사 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.5	95.6	110.0	105.0	100.0	42.2	69.3	102.6	93.8
환율(원/달러)	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,204.6	1,270.0	1,240.0	1,230.0	1,180.3	1,144.0	1,236.1	1,197.5
JKM(달러/mmbtu)	7.3	10.8	21.5	32.9	30.0	23.9	22.8	21.7	4.5	18.1	24.6	14.9
실적 추정												
매출액	7,711.4	4,840.9	5,372.8	9,595.6	13,979.5	4,918.5	6,504.4	11,868.6	20,833.7	27,520.8	37,271.0	35,996.5
매출액 증가율(% YoY)	-3.2	18.2	58.5	78.3	81.3	1.6	21.1	23.7	-16.6	32.1	35.4	-3.4
가스도매판매	7,675.0	3,882.4	4,380.5	8,066.3	9,763.0	3,942.7	5,242.1	9,994.0	20,380.9	24,004.2	28,941.9	28,541.0
해외주요사업	294.4	318.6	413.6	462.7	400.5	482.9	546.5	483.1	1,050.6	1,489.3	1,913.1	2,308.1
기타 및 연결조정	-258.0	640.0	578.6	1,066.6	3,816.0	492.8	715.9	1,391.4	-597.8	2,027.2	6,416.1	5,147.4
매출원가	6,838.0	4,699.4	5,268.1	9,053.5	12,958.3	4,675.2	6,254.8	11,284.7	19,513.5	25,859.0	35,172.9	33,704.3
매출총이익	873.4	141.5	104.6	542.2	1,021.2	243.3	249.7	583.9	1,320.2	1,661.7	2,098.2	2,292.3
판관비	108.8	87.3	96.8	129.1	108.6	92.0	95.9	125.9	421.4	422.0	422.5	422.3
영업이익	764.6	54.3	7.8	413.0	912.6	151.3	153.7	458.1	898.9	1,239.7	1,675.7	1,870.0
영업이익 증가율(% YoY)	-20.3	흑전	흑전	58.7	19.4	178.9	1,869.4	10.9	-32.6	37.9	35.2	11.6
영업이익률(%)	9.9	1.1	0.1	4.3	6.5	3.1	2.4	3.9	4.3	4.5	4.5	5.2
가스도매판매	701.4	12.4	-95.9	343.9	855.1	-9.4	-24.1	360.6	888.9	961.7	1,182.1	1,109.1
해외자원개발	62.1	44.9	99.9	77.6	94.9	163.5	181.3	103.3	15.7	284.5	543.0	788.9
미얀마A1/A3(별도)	8.8	8.7	10.3	12.3	10.7	14.4	14.9	15.3	61.7	40.1	55.3	83.6
이라크 주바이르	13.8	21.1	29.2	24.9	14.6	28.1	28.3	28.8	63.8	89.0	99.7	113.4
이라크 바드라	1.9	2.1	3.6	2.3	8.1	1.8	1.8	1.8	-8.2	9.9	13.5	7.2
호주 GLNG	1.1	9.7	33.2	36.5	93.0	36.1	66.8	70.8	12.1	80.5	266.6	362.6
호주 Prelude	36.5	3.3	23.6	1.6	-31.5	83.1	69.6	-24.5	-113.7	65.0	96.7	177.7
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.1	0.0	0.0	11.1	44.4
기타 및 연결조정	1.1	-3.1	3.8	-8.4	-37.4	-2.7	-3.5	-5.8	-5.7	-6.5	-49.4	-28.0
금융손익	-145.2	-147.5	-149.7	-148.5	-131.5	-276.3	-132.5	-196.1	-696.6	-591.0	-736.4	-635.8
기타영업외손익	30.1	-17.1	11.0	514.3	152.7	-8.2	17.0	5.5	-505.2	538.3	167.0	77.3
관계기업 관련 손익	42.4	46.9	24.9	66.1	95.8	44.3	41.9	46.6	11.6	180.3	228.6	230.9
세전이익	691.8	-63.5	-105.9	845.0	1,029.5	-88.9	80.1	314.1	-268.9	1,367.3	1,334.9	1,542.3
별도	546.6	-75.7	-323.4	540.0	883.6	-309.7	-121.5	222.9	50.0	687.4	675.4	759.7
자회사 및 조정	145.2	12.2	217.5	305.0	145.9	220.8	201.6	91.2	-318.9	679.9	659.5	782.6
법인세비용	176.7	-10.9	-20.2	257.2	293.4	-24.4	22.0	86.4	-108.2	402.8	377.4	424.1
법인세율(%)	25.5	17.2	19.1	30.4	28.5	27.5	27.5	27.5	40.2	29.5	28.3	27.5
연결 당기순이익	515.1	-52.6	-85.7	587.8	736.1	-64.4	58.1	227.7	-160.7	964.5	957.5	1,118.2
별도	415.1	-57.7	-237.9	474.9	643.4	-224.5	-88.1	161.6	-93.6	594.5	492.4	550.8
자회사 및 조정	99.9	5.1	152.1	112.9	92.7	160.1	146.1	66.1	-67.1	370.0	465.1	567.4
지배주주순이익	513.0	-56.2	-89.3	583.3	733.5	-63.8	57.5	225.4	-172.1	950.8	952.6	1,107.0

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사(036460)

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	20,833.7	27,520.8	37,271.0	35,996.5	32,665.6
매출액증가율(%)	-16.6	32.1	35.4	-3.4	-9.3
매출원가	19,513.5	25,859.0	35,172.9	33,704.3	30,623.1
매출총이익	1,320.2	1,661.8	2,098.2	2,292.3	2,042.5
판매비와관리비	421.4	422.1	422.5	422.3	422.4
영업이익	898.9	1,239.7	1,675.7	1,870.0	1,620.2
영업이익률(%)	4.3	4.5	4.5	5.2	5.0
금융손익	-696.6	-591.0	-736.4	-635.8	-603.0
중속/관계기업관련손익	34.1	180.3	228.6	230.9	233.2
기타영업외손익	-505.2	538.3	167.0	77.3	117.5
세전계속사업이익	-268.9	1,367.3	1,334.9	1,542.4	1,367.9
법인세비용	-108.2	402.8	377.4	424.2	376.2
당기순이익	-160.7	964.5	957.5	1,118.2	991.7
지배주주지분 순이익	-172.1	950.8	952.6	1,107.0	981.8
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,527.9	13,147.7	13,987.5	13,841.6	14,875.8
현금및현금성자산	331.8	564.5	1,422.9	1,951.7	3,416.6
매출채권	4,093.9	6,656.0	6,299.0	5,756.6	5,415.0
재고자산	1,390.3	3,582.8	3,795.0	3,713.3	3,658.2
비유동자산	28,381.9	30,522.2	33,312.7	32,497.2	31,805.0
유형자산	23,134.1	23,580.8	23,053.6	22,414.2	21,830.1
무형자산	1,594.7	1,745.8	1,768.7	1,768.7	1,768.7
투자자산	2,144.8	2,508.7	2,943.2	2,767.2	2,659.1
자산총계	35,909.8	43,669.9	47,300.2	46,338.8	46,680.9
유동부채	7,212.8	14,021.7	16,822.6	15,169.4	14,883.9
매입채무	977.7	2,815.2	3,482.1	3,182.3	2,993.4
단기차입금	1,877.3	5,841.5	9,715.1	8,515.1	8,515.1
유동성장기부채	2,003.7	1,933.8	1,844.1	1,844.1	1,844.1
비유동부채	20,961.8	20,528.9	20,829.3	20,591.8	20,442.1
사채	16,285.1	16,241.0	16,018.8	16,018.8	16,018.8
장기차입금	761.0	179.5	184.2	184.2	184.2
부채총계	28,174.6	34,550.6	37,651.8	35,761.2	35,326.0
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	-37.2	21.9	66.2	66.2	66.2
이익잉여금	5,190.8	6,185.3	6,681.2	7,599.4	8,366.7
비지배주주지분	254.1	250.2	238.9	250.1	260.0
자본총계	7,735.2	9,119.3	9,648.3	10,577.7	11,354.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	3,251.0	-2,070.5	875.9	2,554.1	2,370.3
당기순이익(손실)	-160.7	964.5	957.5	1,118.2	991.7
유형자산감가상각비	1,636.7	1,722.3	1,700.9	1,644.8	1,589.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	1,279.5	-4,570.1	-1,813.5	14.0	14.8
투자활동 현금흐름	-971.9	-1,170.3	-1,101.5	-599.3	-664.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-912.1	-1,156.2	-1,028.1	-1,005.3	-1,005.3
투자자산의 감소(증가)	171.5	-363.9	-301.7	406.9	341.3
재무활동 현금흐름	-2,190.0	3,475.6	1,047.4	-1,426.1	-240.7
차입금증감	-2,499.3	4,031.6	1,630.1	-1,229.3	-18.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	74.7	232.8	858.4	528.8	1,464.8
기초현금	257.1	331.8	564.5	1,422.9	1,951.7
기말현금	331.8	564.5	1,422.9	1,951.7	3,416.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	225,686	298,124	403,746	389,940	353,857
EPS(지배주주)	-1,864	10,299	10,319	11,992	10,636
CFPS	29,048	33,250	38,704	41,543	38,370
EBITDAPS	27,467	32,087	36,578	38,075	34,768
BPS	81,040	96,077	101,929	111,876	120,187
DPS	0	2,728	2,200	2,500	2,500
배당수익률(%)	0.0	7.0	5.0	5.6	5.6
Valuation(Multiple)					
PER	-16.6	3.8	4.3	3.7	4.2
PCR	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA	2,535.6	2,962.0	3,376.7	3,514.8	3,209.6
EV/EBITDA	10.7	10.7	9.7	8.8	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	11.6	10.4	11.2	9.2
EBITDA이익률	12.2	10.8	9.1	9.8	9.8
부채비율	364.2	378.9	390.2	338.1	311.1
금융비용부담률	3.4	2.3	2.5	3.0	3.2
이자보상배율(x)	1.3	1.9	1.8	1.7	1.6
매출채권회전율(x)	4.6	5.1	5.8	6.0	5.8
재고자산회전율(x)	10.3	11.1	10.1	9.6	8.9

한국전력(015760) 추세는 돌아섰지만

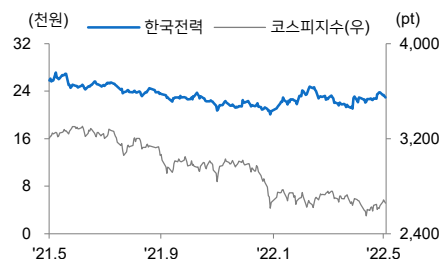
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	23,000원
현재주가 (6. 2)	22,950원
상승여력	0.2%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	147,331억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.39%
외국인비중	14.81%
52주 최고/최저가	27,150원/20,100원
평균거래대금	445.0억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.2	7.0	-10.5
상대주가	3.3	18.5	8.5

주가그래프



7.8조원 적자가 의미하는 것

- 1Q22 7.8조원 영업적자는 2Q22~4Q22 3~5조원 수준으로 완화될 전망. SMP 하락 및 상한제, 일부 요금 인상 때문
- 역대급 적자를 눈으로 확인한 뒤 규제 변수의 흐름은 동사에 긍정적인 방향으로 변화. 세부 사항이 확정되지 않았으나 SMP 상한제로 인해 분기별 1조원 가량의 개선이 가능하다는 판단

많은 것을 하고 있지만, 결국 요금 인상이 필요

- SMP상한제 등 원가 측면의 규제로 흑자 전환은 불가능. 결국에 요금 인상이 필요. 가파른 소비자 물가 상승 감안 시 기존 인상 계획 이외에 연내 추가적인 인상은 어려운 상황. 연말 요금 정책 발표까지 '일단 대기' 필요
- 단기적으로 6월 20일 연료비 조정 단가 인상 여부(3원/kWh)가 중요. 인상 시 단기적인 투자 심리 개선 전망

단기적 Upside보다는 방어주 매력에 주목

- 12개월 선행 PBR은 0.32배, 2023년말 기준 PBR은 0.34배로 이미 역사적인 평균에 가까운 상황. 호의적인 규제 변화에 대한 기대감을 감안 시 추가적인 Downside는 제한적이지만 PBR 관점에서 Upside도 크지 않음
- 방어주로서의 투자 매력은 여전. 투자의견 Hold, 적정주가 23,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2021	60,574.8	-5,860.1	-5,315.1	-8,279	-349.9	99,334	-2.7	0.2	15.8	-8.0	223.2
2022E	67,471.7	-19,782.3	-15,502.8	-24,149	197.8	75,766	-1.0	0.3	-15.4	-27.6	330.3
2023E	72,684.4	-6,426.8	-5,641.7	-8,788	-63.4	66,978	-2.6	0.3	18.2	-12.3	386.7
2024E	73,323.8	-4,887.3	-4,911.0	-7,650	-13.0	59,328	-3.0	0.4	15.2	-12.1	450.9

한국전력 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유 가격(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.5	95.6	110.0	105.0	100.0	42.2	69.3	102.6	93.8
원/달러 환율	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,204.6	1,270.0	1,240.0	1,230.0	1,180.3	1,144.0	1,236.1	1,197.5
SMP(원/kWh)	76.8	79.5	93.5	125.9	181.5	145.0	180.0	133.0	68.7	93.9	159.9	133.0
석탄 발전단가(원/kWh)	51.4	55.3	64.3	76.3	90.2	80.6	107.1	82.4	50.2	61.8	90.1	77.4
LNG 발전단가(원/kWh)	93.4	95.0	111.8	158.4	228.1	165.0	200.0	210.0	89.8	114.6	200.8	188.8
원전이용률(%)	80.8	72.1	72.6	84.9	87.5	85.0	85.0	85.0	78.6	77.6	85.6	90.0
석탄이용률(%)	56.0	54.3	70.2	58.7	58.7	60.0	70.0	60.0	59.6	59.9	62.2	63.8
전력판매단가(원/kWh)	107.8	101.8	112.7	109.6	110.4	111.7	125.6	126.4	109.7	108.0	118.5	127.5
실적 전망												
연결 매출	15,075.3	13,518.9	16,462.2	15,518.4	16,464.1	14,753.6	18,362.7	17,891.3	58,569.3	60,574.8	67,471.7	72,684.4
매출액 증가율(%)	-0.1	3.4	4.8	5.6	9.2	9.1	11.5	15.3	-1.0	3.4	11.4	7.7
매출원가	13,889.8	13,592.6	16,668.1	19,408.7	23,602.8	17,102.7	21,773.0	21,918.9	51,804.6	63,559.2	84,397.4	76,194.9
연료비	3,947.0	3,882.3	5,618.8	5,959.5	7,648.4	5,814.2	8,657.0	7,180.8	14,794.2	19,407.6	29,300.4	25,214.5
구입전력비	4,998.9	4,310.5	5,694.3	6,628.4	10,582.7	5,653.2	7,561.3	7,653.1	15,725.1	21,632.1	31,450.3	27,047.5
감가상각비	2,854.6	2,920.1	2,940.8	2,912.0	3,050.9	3,106.0	3,092.2	3,098.0	11,242.8	11,627.4	12,347.0	12,407.3
인건비	1,265.2	1,319.3	1,342.0	1,412.4	1,301.9	1,345.7	1,368.9	1,440.7	5,133.9	5,338.9	5,457.1	5,566.3
수선비 및 기타	824.2	1,160.4	1,072.2	2,496.4	1,018.9	1,183.6	1,093.6	2,546.3	4,908.5	5,553.1	5,842.5	5,959.3
매출총이익	1,185.5	-73.6	-205.9	-3,890.3	-7,138.8	-2,349.1	-3,410.3	-4,027.6	6,764.7	-2,984.4	-16,925.7	-3,510.5
매출총이익률(%)	7.9	-0.5	-1.3	-25.1	-43.4	-15.9	-18.6	-22.5	11.5	-4.9	-25.1	-4.8
판관비	613.8	691.1	730.8	840.0	648.2	693.4	664.4	850.6	2,678.4	2,875.8	2,856.6	2,916.2
판관비율(%)	4.1	5.1	4.4	5.4	3.9	4.7	3.6	4.8	4.6	4.7	4.2	4.0
영업이익	571.6	-764.8	-936.7	-4,730.3	-7,786.9	-3,042.5	-4,074.7	-4,878.2	4,086.3	-5,860.1	-19,782.3	-6,426.8
영업이익 성장률(%)	32.8	적전	적전	적전	적전	적확	적확	적확	흑전	적전	적확	적축
영업이익률(%)	3.8	-5.7	-5.7	-30.5	-47.3	-20.6	-22.2	-27.3	7.0	-9.7	-29.3	-8.8
금융손익	-536.0	-325.9	-533.8	-447.5	-641.9	-506.1	-364.2	-462.4	-1,386.2	-1,843.2	-1,974.7	-1,912.8
기타손익	100.3	18.3	94.1	-89.2	16.2	29.9	-59.3	-84.8	10.3	123.5	-97.9	70.4
종속, 공동지배, 관계기업 관련 손익	199.0	76.5	44.1	175.0	307.3	31.3	17.0	88.6	281.1	494.6	444.2	408.9
세전이익	334.9	-995.8	-1,332.3	-5,092.0	-8,105.3	-3,487.4	-4,481.2	-5,336.7	2,991.5	-7,085.2	-21,410.7	-7,860.2
연결 당기순이익	118.4	-673.9	-1,025.9	-3,647.9	-5,925.9	-2,528.3	-3,248.9	-3,869.1	2,092.5	-5,229.2	-15,572.3	-5,698.6
당기순이익률(%)	0.8	-5.0	-6.2	-23.5	-36.0	-17.1	-17.7	-21.6	3.6	-8.6	-23.1	-7.8
당기순이익 성장률(%)	120.9	적전	적전	적전	적전	적확	적확	적확	흑전	적전	적확	적축
지배주주 손이익	85.7	-695.8	-1,045.2	-3,659.7	-5,952.9	-2,503.0	-3,216.4	-3,830.4	1,991.3	-5,315.1	-15,502.8	-5,641.7

자료: 한국전력, 머릿츠증권 리서치센터

한국전력(015760)

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	58,569.3	60,574.8	67,471.7	72,684.4	73,323.8
매출액증가율(%)	-1.0	3.4	11.4	7.7	0.9
매출원가	51,804.6	63,559.2	84,397.4	76,194.9	75,406.1
매출총이익	6,764.7	-2,984.4	-16,925.7	-3,510.5	-2,082.2
판매비와관리비	2,678.4	2,875.8	2,856.6	2,916.3	2,805.0
영업이익	4,086.3	-5,860.1	-19,782.3	-6,426.8	-4,887.3
영업이익률(%)	7.0	-9.7	-29.3	-8.8	-6.7
금융손익	-1,386.2	-1,843.2	-1,974.7	-1,912.8	-2,384.4
종속/관계기업관련손익	281.1	494.6	444.2	408.9	449.3
기타영업외손익	10.4	123.5	-97.9	70.4	-19.8
세전계속사업이익	2,991.5	-7,085.2	-21,410.7	-7,860.2	-6,842.1
법인세비용	899.1	-1,856.0	-5,838.4	-2,161.6	-1,881.6
당기순이익	2,092.5	-5,229.2	-15,572.3	-5,698.7	-4,960.6
지배주주지분 순이익	1,991.4	-5,315.1	-15,502.8	-5,641.7	-4,911.0
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	20,561.9	22,050.9	22,241.3	22,229.6	22,810.0
현금및현금성자산	2,029.6	2,635.2	1,765.5	1,517.3	1,933.5
매출채권	7,162.7	7,539.9	8,692.8	8,794.8	8,865.6
재고자산	6,742.9	7,608.2	8,771.6	8,874.5	8,945.9
비유동자산	182,580.2	189,058.0	193,333.0	193,879.8	194,472.1
유형자산	168,709.4	173,119.8	173,668.5	174,034.7	174,489.5
무형자산	1,153.9	1,149.7	1,198.5	1,253.7	1,304.2
투자자산	8,643.4	10,381.2	11,848.6	11,973.9	12,060.9
자산총계	203,142.1	211,108.9	215,574.3	216,109.4	217,282.2
유동부채	25,881.2	31,732.2	36,317.7	36,828.2	36,918.2
매입채무	2,606.9	4,780.3	5,511.2	5,575.9	5,620.8
단기차입금	966.9	2,820.6	5,710.4	5,981.4	5,981.4
유동성장기부채	9,237.9	11,109.3	10,198.1	10,198.1	10,121.8
비유동부채	106,594.0	114,064.8	129,153.3	134,876.6	140,919.9
사채	56,030.9	64,221.2	71,727.5	76,827.5	82,327.5
장기차입금	3,018.9	2,278.5	3,248.7	3,281.2	3,414.4
부채총계	132,475.3	145,797.0	165,471.1	171,704.8	177,838.1
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,067.9	2,074.9	2,074.4	2,074.4	2,074.4
기타포괄이익누계액	-409.6	-57.6	163.2	163.2	163.2
이익잉여금	51,133.6	45,247.0	29,896.5	24,254.9	19,343.9
비지배주주지분	1,370.2	1,542.8	1,464.4	1,407.4	1,357.8
자본총계	70,666.9	65,311.9	50,103.3	44,404.6	39,444.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	13,208.5	4,473.2	1,185.9	7,352.7	8,261.0
당기순이익(손실)	2,092.5	-5,229.2	-15,572.3	-5,698.7	-4,960.6
유형자산감가상각비	11,377.6	11,772.1	12,546.5	12,624.4	12,665.7
무형자산상각비	170.5	166.2	137.8	142.6	149.3
운전자본의 증감	-2,889.3	-2,312.7	5,966.5	585.7	406.6
투자활동 현금흐름	-14,831.8	-12,354.3	-12,106.8	-13,012.4	-13,407.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-13,281.3	-12,668.5	-12,902.1	-12,990.6	-13,120.6
투자자산의 감소(증가)	-171.9	-1,738.0	-1,467.4	-125.3	-87.0
재무활동 현금흐름	1,880.8	8,435.1	10,019.7	5,411.5	5,562.5
차입금증감	1,594.2	10,307.3	10,380.3	5,411.5	5,562.5
자본의증가	-2.3	7.0	-0.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	219.5	605.7	-869.7	-248.2	416.2
기초현금	1,810.1	2,029.6	2,635.2	1,765.5	1,517.3
기말현금	2,029.6	2,635.2	1,765.5	1,517.3	1,933.5
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	91,235	94,359	105,102	113,222	114,218
EPS(지배주주)	3,102	-8,279	-24,149	-8,788	-7,650
CFPS	28,676	14,392	-9,650	11,184	13,542
EBITDAPS	24,354	9,468	-11,057	9,876	12,349
BPS	107,945	99,334	75,766	66,978	59,328
DPS	1,216	0	0	0	0
배당수익률(%)	4.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.8	-2.7	-1.0	-2.6	-3.0
PCR	1.0	1.5	-2.4	2.1	1.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
EBITDA	15,634.3	6,078.1	-7,098.0	6,340.2	7,927.7
EV/EBITDA	5.7	15.8	-15.4	18.2	15.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	-8.0	-27.6	-12.3	-12.1
EBITDA이익률	26.7	10.0	-10.5	8.7	10.8
부채비율	187.5	223.2	330.3	386.7	450.9
금융비용부담률	3.4	3.2	3.5	3.8	4.0
이자보상배율(x)	2.0	-3.1	-8.4	-2.3	-1.7
매출채권회전율(x)	8.3	8.2	8.3	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	8.5	8.4	8.2	8.2	8.2

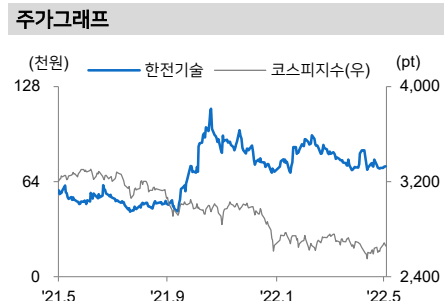
한전기술(052690) 신규 수출 계약 기대감 유효

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

Hold

적정주가 (12개월)	81,000원
현재주가 (6. 2)	74,200원
상승여력	9.2%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	28,359억원
발행주식수	3,822만주
유동주식비율	31.30%
외국인비중	1.77%
52주 최고/최저가	113,000원/43,650원
평균거래대금	374.6억원
주요주주(%)	
한국전력공사 외 1 인	67.83
국민연금공단	7.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-18.6	29.9
상대주가	2.0	-9.8	57.6



떨어져가는 원전 일감. 신사업 진출로 인한 과도기

- 1Q22 영업이익은 -49억원(적전 YoY) 기록. 수익성이 높은 원전 매출 비중이 낮아지는 가운데 한림해상풍력, 한주가스복합 등 신사업 초기 과정에서 원재료비가 크게 반영되며 수익성이 악화
- 신사업의 본격적인 수익성 개선은 4Q22부터 기대 가능. 연내 논산 바이오매스 EPC 매출 인식 시 실적 추정치에 소폭의 Upside가 있음

연내 원전 이벤트: 수출, 에기본과 전기본

- 기존 체코, 폴란드 이외에도 영국, 카자흐스탄, 네덜란드, 필리핀 등 잠재적인 수주 Pool이 확대되는 중. 공식적인 일정 알 수 없으나 에너지 위기 대응 관점에서 빠른 착공이 필요한 만큼 하반기 수출 관련 긍정적 뉴스 플로우 기대
- 7월 4차 에너지기본계획, 12월 전력수급기본계획에서 신한울 3,4호기 이후의 중장기적 원전 착공 계획 발표될 예정. 현 정부가 줄곧 원전 확대에 대한 입장을 견지해왔던 만큼 신규 프로젝트 포함 가능성 높음

밸류에이션 부담은 여전. 원전 관련 이벤트 전후 적극적인 Trading 필요

- 2025년 착공될 신한울 3,4호기 이외에 가시적인 일감 없으나 2022년 말 기준 PBR 5.6배로 역사적 평균을 상회 중
- 원전 관련 긍정적 이벤트 발생 시 가장 탄력적인 주가 반응 기대. 투자 의견 Hold, 적정주가 81,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	431.7	29.0	20.2	528	-23.6	13,058	33.8	1.4	11.6	4.1	40.1
2021	433.1	8.6	16.5	431	-18.4	13,434	197.4	6.3	96.4	3.2	37.3
2022E	478.3	0.5	7.9	208	-51.8	13,279	357.6	5.6	121.2	1.6	40.1
2023E	417.7	21.6	23.2	606	192.3	13,648	122.4	5.4	66.2	4.5	33.6
2024E	416.7	16.7	21.1	553	-8.9	13,964	134.3	5.3	79.0	4.0	32.6

한전기술 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출	80.5	75.0	88.3	189.3	92.9	99.7	110.7	174.9	431.7	433.1	478.3	417.7
매출증가율(% YoY)	-10.2	-15.0	-7.5	19.6	15.4	33.0	25.4	-7.6	-3.8	0.3	10.4	-12.7
원자력/원자로 설계	35.9	33.2	35.0	68.1	34.5	33.1	35.9	56.4	207.1	172.2	159.9	100.3
신사업 설계(화력 등)	10.0	11.6	21.4	52.3	31.8	33.8	41.1	49.4	63.2	95.3	156.0	154.5
원자력/화력 O&M	33.9	29.6	31.2	66.2	25.2	31.1	32.0	67.8	152.0	160.9	156.0	156.6
기타	0.7	0.6	0.7	2.7	1.4	1.8	1.7	1.4	9.4	4.7	6.3	6.2
영업비용	80.1	75.8	97.0	171.7	97.9	100.6	107.0	172.3	402.7	424.6	477.8	396.0
인건비	49.2	51.5	48.9	60.7	47.6	49.8	48.4	58.7	204.9	210.3	204.5	207.3
경상개발비	11.5	10.9	12.0	17.3	12.2	11.4	12.6	18.2	42.3	51.7	54.4	57.2
감가상각비	4.0	4.0	4.0	4.1	3.8	3.8	3.7	3.6	15.9	16.2	14.9	14.0
기타	15.3	9.3	32.1	89.5	34.2	35.7	42.3	91.8	139.6	146.3	203.9	117.6
영업이익	0.5	-0.8	-8.8	17.6	-4.9	-0.9	3.7	2.7	29.0	8.5	0.5	21.6
영업이익률(%)	0.6	-1.1	-9.9	9.3	-5.3	-1.0	3.3	1.5	6.7	2.0	0.1	5.2
영업이익 증가율(% YoY)	-93.4	적축	적전	30.8	적전	적확	흑전	-84.9	-34.2	-70.5	-94.3	4,356.5
금융손익	0.4	0.4	0.3	0.7	0.5	0.9	1.4	1.1	1.9	1.9	3.9	4.3
기타손익	0.2	1.6	0.3	3.0	1.2	1.5	1.5	1.6	-5.1	5.2	5.9	6.0
종속, 지배, 관계기업 손익	0.8	0.3	0.3	0.3	0.8	0.4	0.4	0.5	0.6	1.7	2.1	1.9
세전이익	2.0	1.6	-7.8	21.7	-2.4	1.9	7.0	5.8	26.4	17.4	12.3	33.9
법인세비용	0.4	0.3	-5.2	5.4	-0.7	0.6	2.7	1.8	6.3	0.9	4.4	11.7
법인세율(%)	18.1	21.1	66.1	25.1	30.2	34.6	38.0	31.0	23.8	5.4	35.7	34.6
당기순이익	1.6	1.2	-2.7	16.2	-1.7	1.2	4.4	4.0	20.2	16.5	7.9	23.2
순이익률(%)	2.0	1.7	-3.0	8.6	-1.8	1.2	3.9	2.3	4.7	3.8	1.7	5.5
순이익 증가율(% YoY)	-67.7	흑전	적전	63.4	적전	-1.5	흑전	-75.3	-23.6	-18.4	-51.8	192.3

자료: 한전기술, 메리츠증권 리서치센터

한전기술(052690)

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	431.7	433.1	478.3	417.7	416.7
매출액증가율(%)	-3.8	0.3	10.4	-12.7	-0.2
매출원가	308.7	323.3	372.6	300.8	303.4
매출총이익	123.0	109.8	105.7	116.9	113.3
판매비와관리비	94.0	101.3	105.2	95.2	96.6
영업이익	29.0	8.6	0.5	21.6	16.7
영업이익률(%)	6.7	2.0	0.1	5.2	4.0
금융손익	1.9	1.9	3.9	5.3	7.1
종속/관계기업관련손익	0.6	1.7	2.1	1.9	1.9
기타영업외손익	-5.1	5.2	5.9	6.0	6.1
세전계속사업이익	26.4	17.4	12.3	34.9	31.9
법인세비용	6.3	1.0	4.4	11.7	10.7
당기순이익	20.2	16.5	7.9	23.2	21.1
지배주주지분 순이익	20.2	16.5	7.9	23.2	21.1

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	235.8	254.0	277.1	287.1	313.4
현금및현금성자산	37.0	27.7	68.0	110.9	139.2
매출채권	27.7	12.7	11.8	9.9	9.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	463.4	451.1	433.8	410.0	394.1
유형자산	281.9	270.3	257.5	245.5	234.5
무형자산	40.8	33.2	25.7	19.8	15.2
투자자산	40.9	41.6	38.5	32.7	32.3
자산총계	699.2	705.0	710.8	697.1	707.5
유동부채	186.3	183.1	195.7	169.0	167.3
매입채무	17.3	41.5	38.4	32.3	31.9
단기차입금	0.0	0.0	26.5	26.5	26.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.9	8.5	7.7	6.6	6.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	200.2	191.6	203.3	175.5	173.8
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	502.1	516.5	510.5	524.7	536.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	499.1	513.5	507.5	521.6	533.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	15.2	-16.3	22.1	45.9	37.1
당기순이익(손실)	20.2	16.5	7.9	23.2	21.1
유형자산감가상각비	15.9	16.2	14.9	14.0	13.2
무형자산상각비	8.4	8.6	7.7	5.9	4.5
운전자본의 증감	-70.1	-111.4	-19.4	4.8	0.3
투자활동 현금흐름	-34.3	19.1	1.0	6.2	0.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.1	-1.6	-1.8	-2.0	-2.2
투자자산의 감소(증가)	0.1	1.0	4.7	7.8	2.4
재무활동 현금흐름	-13.1	-12.1	17.1	-9.2	-9.1
차입금증감	0.8	0.2	26.2	-0.2	-0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-32.3	-9.3	40.3	42.9	28.3
기초현금	69.3	37.0	27.7	68.0	110.9
기말현금	37.0	27.7	68.0	110.9	139.2

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	11,296	11,333	12,514	10,928	10,904
EPS(지배주주)	528	431	208	606	553
CFPS	2,565	2,370	1,128	1,243	1,057
EBITDAPS	1,396	874	603	1,087	902
BPS	13,058	13,434	13,279	13,648	13,964
DPS	282	238	238	238	238
배당수익률(%)	1.6	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	33.8	197.4	357.6	122.4	134.3
PCR	7.0	35.9	65.8	59.7	70.2
PSR	1.6	7.5	5.9	6.8	6.8
PBR	1.4	6.3	5.6	5.4	5.3
EBITDA	53.4	33.4	23.0	41.5	34.5
EV/EBITDA	11.6	96.4	121.2	66.2	79.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.1	3.2	1.6	4.5	4.0
EBITDA이익률	12.4	7.7	4.8	9.9	8.3
부채비율	40.1	37.3	40.1	33.6	32.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	557.5	212.3	1.0	38.2	29.6
매출채권회전율(x)	13.7	21.5	39.1	38.6	42.4
재고자산회전율(x)					

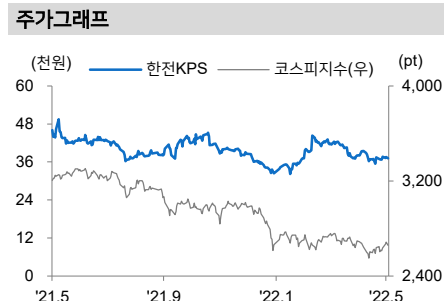
한전KPS(051600) 안정적인 사업 모델이 부각되는 시점

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

Buy

적정주가 (12개월)	52,000원
현재주가 (6. 2)	37,200원
상승여력	39.8%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	16,740억원
발행주식수	4,500만주
유동주식비율	48.76%
외국인비중	5.40%
52주 최고/최저가	49,450원/32,250원
평균거래대금	161.6억원
주요주주(%)	
한국전력공사	51.00
국민연금공단	10.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	-4.6	-16.8
상대주가	-1.3	5.7	0.9



1Q22 실적 아쉽지만, 연간 실적 성장은 여전히 가능

- 1Q22에도 노무비가 +10.3% YoY 증가하는 등 비용 증가로 기대치를 하회했으나, 해외 부문을 비롯한 매출액 성장 및 하반기 비용 안정화를 감안했을 때 연간 실적 성장은 여전히 가능
- 2022년 영업이익은 1,437억원(+10.3% YoY) 기록하며 3년만의 증익 전망

원전 계속 운전 수혜주. 연말 전기본에서 원전 사업의 지속성 확인 가능

- 6월 경영평가등급이 B 수준에서 결정된다면 2020년, 2021년과 같은 총당금 상승으로 인한 이익 악화는 없음
- 7월 예기본, 12월 전기본에서 신규 원전 계획 뿐만 아니라 노후원전 운영 연장 계획에도 주목. 노후원전 운영 연장은 중장기적으로 동사의 원전 매출 상승으로 이어질 전망

안정적 사업 모델과 배당 매력에 주목

- DPS는 1,400~1,500원으로 3% 후반대의 배당수익률 기록할 전망. 유지보수 사업의 특성상 불안한 거시 환경에 대한 민감도가 낮아 방어주로서의 매력도 충분
- 원전 관련주 중 합리적인 밸류에이션에 투자 가능한 유일한 옵션. 투자의견 52,000원, 적정주가 Buy 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,303.2	135.4	87.1	1,935	-43.2	23,371	15.4	1.3	6.3	8.2	28.4
2021	1,380.6	124.0	98.7	2,193	13.3	24,711	17.6	1.6	8.9	9.1	28.3
2022E	1,403.1	143.7	111.5	2,477	13.0	25,084	15.0	1.5	7.8	9.9	31.4
2023E	1,400.5	153.5	112.9	2,508	1.2	26,192	14.8	1.4	7.2	9.8	30.5
2024E	1,406.3	156.8	113.7	2,527	0.8	27,319	14.7	1.4	6.8	9.4	29.1

한전KPS 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출	321.6	368.0	311.4	379.5	303.0	341.5	332.1	426.5	1,303.2	1,380.6	1,403.1	1,400.4
매출 성장률(% YoY)	28.1	12.2	-3.9	-5.1	-5.8	-7.2	6.6	12.4	4.5	5.9	1.6	-0.2
화력	114.7	157.5	88.7	122.7	97.2	129.6	105.8	146.6	466.9	483.6	479.2	470.4
원자력/수력	106.1	122.7	124.1	155.0	108.9	119.3	121.2	169.2	431.8	507.9	518.6	520.4
송변전	20.0	21.8	23.4	23.0	22.5	21.4	23.3	25.0	81.0	88.2	92.3	91.1
해외	57.3	38.3	56.0	57.8	62.7	42.1	61.6	63.6	159.5	209.4	230.0	234.6
대외	23.5	27.7	19.2	21.1	11.7	29.1	20.2	22.2	164.0	91.5	83.1	83.9
영업비용	265.2	331.9	280.8	378.6	280.5	312.3	288.6	378.0	1,167.8	1,256.6	1,259.4	1,246.9
인건비	140.5	155.2	146.7	194.3	152.7	155.2	151.8	177.3	599.8	636.7	637.1	623.0
감가상각비	10.4	10.4	10.6	10.7	11.0	11.1	11.0	11.1	40.2	42.1	44.1	44.5
원재료비	16.6	28.0	14.0	20.8	13.8	23.8	20.1	26.7	90.8	79.5	84.3	87.3
기타	97.8	138.2	109.5	152.8	103.0	122.2	105.7	162.9	437.0	498.3	493.8	492.1
영업이익	56.4	36.1	30.6	0.9	22.5	29.2	43.4	48.6	135.4	124.0	143.7	153.5
영업이익률(%)	17.5	9.8	9.8	0.2	7.4	8.6	13.1	11.4	10.4	9.0	10.2	11.0
영업이익 성장률(% YoY)	108.4	3.2	-35.1	-96.6	-60.1	-19.1	42.1	5,293.7	-30.2	-8.4	15.9	6.8
금융손익	2.1	0.6	2.2	-0.5	2.7	1.4	1.1	1.0	3.4	4.4	6.2	5.5
기타손익	1.0	4.8	1.0	0.6	1.7	-1.1	-1.3	-1.4	-27.8	7.3	-2.2	-8.5
종속,지배,관련기업손익	0.0	0.0	0.3	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.2	0.0
세전이익	59.4	41.5	34.1	0.9	26.7	29.5	43.2	48.2	111.0	135.9	147.6	150.5
법인세비용	15.4	9.4	7.7	4.7	5.9	7.4	10.8	12.1	23.9	37.3	36.1	37.6
법인세율(%)	25.8	22.7	22.7	528.3	22.0	25.0	25.0	25.0	21.6	27.4	24.5	25.0
당기순이익	44.1	32.1	26.4	-3.8	20.8	22.1	32.4	36.2	87.1	98.7	111.5	112.9

자료: 한전KPS, 메리츠증권 리서치센터

한전KPS(051600)

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,303.2	1,380.6	1,403.1	1,400.5	1,406.3
매출액증가율(%)	4.5	5.9	1.6	-0.2	0.4
매출원가	1,091.8	1,163.5	1,166.3	1,149.2	1,149.4
매출총이익	211.5	217.1	236.9	251.3	257.0
판매비와관리비	76.1	93.1	93.1	97.8	100.2
영업이익	135.4	124.0	143.7	153.5	156.8
영업이익률(%)	10.4	9.0	10.2	11.0	11.1
금융손익	3.4	4.4	6.2	5.5	6.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.3	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-27.8	7.3	-2.2	-8.5	-11.8
세전계속사업이익	111.0	135.9	147.6	150.5	151.6
법인세비용	23.9	37.3	36.1	37.6	37.9
당기순이익	87.1	98.7	111.5	112.9	113.7
지배주주지분 순이익	87.1	98.7	111.5	112.9	113.7
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	760.0	800.1	835.1	888.4	934.0
현금및현금성자산	35.4	74.0	59.1	103.6	151.0
매출채권	144.8	114.3	128.4	130.0	129.7
재고자산	23.8	23.9	26.9	27.2	27.2
비유동자산	589.9	626.8	648.6	649.4	653.6
유형자산	452.7	447.0	448.6	450.2	455.8
무형자산	8.4	8.5	6.6	5.0	3.7
투자자산	55.7	70.1	79.1	80.0	79.8
자산총계	1,349.9	1,426.9	1,483.6	1,537.8	1,587.6
유동부채	255.6	267.7	300.9	304.6	303.8
매입채무	9.4	14.9	16.8	17.0	16.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	42.6	47.2	54.0	54.6	54.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	298.2	314.9	354.9	359.2	358.3
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	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	1,043.4	1,103.6	1,120.4	1,170.2	1,220.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,051.7	1,112.0	1,128.8	1,178.6	1,229.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	74.6	133.3	75.8	155.5	160.8
당기순이익(손실)	87.1	98.7	111.5	112.9	113.7
유형자산감가상각비	40.2	42.1	44.2	44.5	45.0
무형자산상각비	2.8	2.4	2.2	1.7	1.3
운전자본의 증감	-194.7	-178.7	-107.8	-3.6	0.8
투자활동 현금흐름	27.1	-39.8	-34.9	-48.1	-50.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-49.5	-30.1	-41.9	-46.1	-50.7
투자자산의 감소(증가)	-6.2	-14.4	-8.9	-1.0	0.2
재무활동 현금흐름	-90.2	-55.9	-56.0	-63.0	-63.0
차입금증감	-2.4	3.4	2.0	0.1	-0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	9.2	38.6	-14.9	44.4	47.5
기초현금	26.3	35.4	74.0	59.1	103.6
기말현금	35.4	74.0	59.1	103.6	151.0
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	28,960	30,679	31,181	31,121	31,252
EPS(지배주주)	1,935	2,193	2,477	2,508	2,527
CFPS	7,016	7,268	4,901	4,249	4,250
EBITDAPS	3,965	3,745	4,225	4,438	4,512
BPS	23,371	24,711	25,084	26,192	27,319
DPS	1,146	1,199	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	3.9	3.1	3.8	3.8	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	15.4	17.6	15.0	14.8	14.7
PCR	4.2	5.3	7.6	8.8	8.8
PSR	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2
PBR	1.3	1.6	1.5	1.4	1.4
EBITDA	178.4	168.5	190.1	199.7	203.0
EV/EBITDA	6.3	8.9	7.8	7.2	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	9.1	9.9	9.8	9.4
EBITDA이익률	13.7	12.2	13.5	14.3	14.4
부채비율	28.4	28.3	31.4	30.5	29.1
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	326.7	166.1	173.8	182.0	185.3
매출채권회전율(x)	9.7	10.7	11.6	10.8	10.8
재고자산회전율(x)	103.4	57.9	55.2	51.8	51.7

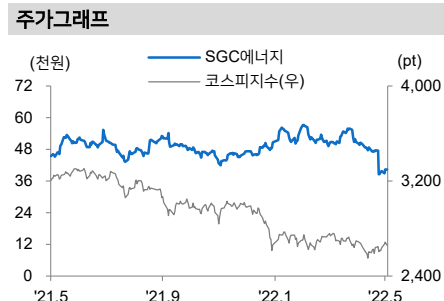
SGC에너지(005090) 어쩔 수 없었던 규제 변수

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

Buy

적정주가 (12개월)	63,000원
현재주가 (6. 2)	40,400원
상승여력	55.9%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	5,930억원
발행주식수	1,468만주
유통주식비율	41.12%
외국인비중	3.53%
52주 최고/최저가	57,200원/38,550원
평균거래대금	42.5억원
주요주주(%)	
이우성 외 10 인	57.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.4	-3.6	-12.4
상대주가	-18.5	6.8	6.3



SMP 상한제로 인한 실적 악화. 기반영뒀다는 판단

- SMP 상한제 시행 세부사항이 확정되지는 않았으나, 현안대로 4Q22부터 상한제가 실시됐을 시 SGC에너지 발전 사업부문의 2022년 영업이익 전망치는 2,200억원 내외에서 1,700억원 내외로 하락할 전망
- 1)SMP 상한제 행정예고 이후 주가가 이미 20% 가량 하락한 점, 2)6월 13일을 전후로 SMP상한제에 대한 내용 변경이 있을 수 있다는 점을 감안할 때 해당 이슈로 인한 추가적인 하락 가능성은 제한적
- 민간 발전사는 현재 법적 대응을 검토 중. 2013년에도 발전사의 반발로 인한 시행 취소 사례가 존재

그럼에도 불구하고

- SMP 상한제가 4Q22 적용된다고 가정하면 발전 부문의 이익 악화는 피할 수 없으나, REC 및 탄소배출권 판매 확대를 통해 실적 하락폭 최소화 전망
- 2023년 탄소포집 시설 가동 등 신규 설비 투자를 통한 수익성 개선에도 주목

단기적 실적 악화는 어쩔 수 없으나, 중장기적인 펀더멘털 훼손 요인은 아님

- SMP 상한제로 인한 실적 악화 반영하여 적정주가를 75,000원에서 63,000원으로 -16% 하향
- 다만 글로벌 Peer 대비 저평가 매력은 여전하다는 판단. 투자의견 Buy 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	106.6	7.0	31.7	4,906	5,482.4	39,004	8.0	1.0	78.8	7.5	294.7
2021	1,898.4	152.2	59.9	4,082	36.8	40,865	11.6	1.2	7.4	10.2	250.5
2022E	2,586.6	228.8	118.6	8,077	58.9	46,027	5.0	0.9	3.8	18.6	223.1
2023E	2,469.9	229.7	128.6	8,763	-0.6	52,826	4.6	0.8	3.8	17.7	188.1
2024E	2,568.7	271.4	160.0	10,899	20.6	61,761	3.7	0.7	2.8	19.0	159.5

SGC에너지 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
SMP(원/kWh)	76.8	79.5	93.5	125.9	181.5	145.0	180.0	133.0	68.7	93.9	159.9	133.0
두바이유(천원/배럴)	66.9	75.2	83.0	92.8	115.3	139.7	130.2	123.0	49.6	79.5	127.1	112.3
REC 판매(만개)	25.0	18.0	0.0	40.0	112.4	65.0	85.0	85.0	150.1	83.0	347.4	346.8
탄소배출권 판매(만톤)	35.0	73.0	38.0	28.0	0.0	20.0	35.0	35.0	145.8	174.0	90.0	120.0
매출	416.0	422.8	394.8	664.8	620.4	614.6	594.3	757.2	3,312.5	1,898.4	2,586.6	2,469.9
매출 성장률(% YoY)	1.5	-41.5	-56.0	-48.2	49.2	45.4	50.5	13.9	67.1	-42.7	36.3	-4.5
발전/에너지	96.2	96.7	104.5	192.5	286.6	226.2	282.6	226.8	507.4	490.0	1,022.2	918.0
건설/부동산	294.4	313.2	255.0	453.9	292.4	344.5	280.5	499.3	2,561.3	1,316.4	1,416.6	1,423.7
유리	70.2	68.8	51.7	63.2	69.3	69.2	56.9	69.5	281.3	253.9	264.9	266.2
조정	-44.8	-56.0	-16.4	-44.7	-27.8	-25.3	-25.6	-38.4	-37.6	-161.9	-117.1	-138.0
영업이익	30.9	30.3	28.2	62.8	74.0	41.4	58.6	54.8	29.6	152.2	228.7	229.7
영업이익률(%)	7.4	7.2	7.2	9.4	11.9	6.7	9.9	7.2	0.9	8.0	8.8	9.3
영업이익 증가율(% YoY)	32.0	-24.2	149.9	흑전	139.2	36.7	107.6	-12.8	-62.1	413.8	50.3	0.4
발전/에너지	18.7	11.1	16.2	32.5	54.6	30.0	49.8	37.4	62.8	78.5	171.8	173.8
건설/부동산	12.7	20.7	14.1	24.1	22.9	13.1	10.7	19.0	-36.7	71.5	65.6	56.9
유리	1.2	1.9	-1.5	-2.2	0.8	0.3	0.6	0.7	6.6	-0.5	2.4	2.7
조정	-1.8	-3.3	-0.6	8.4	-4.3	-2.0	-2.4	-2.3	-3.1	2.7	-11.0	-3.7
금융손익	-6.6	-5.6	-5.5	-8.4	-0.3	-6.2	-5.2	-5.2		-26.1	-17.0	-20.2
기타손익	1.9	-1.0	1.9	3.3	0.8	0.9	1.0	1.1		6.1	3.8	5.2
총속, 지배, 관계기업 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0
세전이익	26.2	23.6	24.6	57.7	74.5	36.0	54.4	50.7		132.2	215.5	214.7
법인세비용	5.4	7.9	6.5	13.8	20.2	9.9	15.0	13.9		33.7	59.0	59.0
법인세율(%)	20.7	33.6	26.6	23.8	27.1	27.5	27.5	27.5		27.5	27.5	27.5
당기순이익	20.8	15.7	18.1	44.0	54.2	26.1	39.4	36.7		98.5	156.5	155.6
순이익률(%)	5.0	3.7	4.6	6.6	8.7	4.2	6.6	4.9		5.2	6.1	6.3
순이익 증가율(% YoY)	38.5	-63.9	-70.9	흑전	161.0	66.5	118.3	-16.5		0.8	58.9	-0.6
지배순이익	13.6	3.8	10.1	32.5	36.0	20.3	34.4	27.8		59.9	118.6	128.6

주: 2020년 이전 수치는 지배구조 개편 전 각 사업부의 실적을 참고하여 당사가 재구성한 수치. 감사를 거친 수치와 차이가 있을 수 있음
자료: SGC에너지, 메리츠증권 리서치센터

- SMP 상한제로 인한 실적 악화 반영하여 적정주가를 75,000원에서 63,000원으로 -16% 하향하지만 투자의견은 Buy로 유지
- 다만 글로벌 발전사들이 PER 15~20배 수준에서 거래되고 있는 점을 감안했을 때 저평가 매력은 여전
- De-rating의 원인인 규제 리스크(SMP상한제)는 구조적으로 지속되기 어려움. 한국전력의 정상화 시기와 맞물려 규제도 정상화 예상. 발전사에게 다소 가혹한 제도 설계가 시행 이전 완화될 가능성도 충분

SGC에너지 적정주가 산출

구분	적용값	내용
12개월 선행 순이익	114.0	12개월 선행 지배순이익
적정 배수(배)	8.1	Peer(지역난방공사와 SK)의 평균 PER.
적정 시가총액(십억원)	923.7	
발행 주식수(백만주)	14,677	기말 주식수
적정 주가(원)	63,000	
현재 주가(원)	40,400	
상승 여력(%)	55.9	

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	106.6	1,898.4	2,586.6	2,469.9	2,568.7
매출액증가율(%)	-62.5	1,681.7	36.3	-4.5	4.0
매출원가	93.0	1,642.3	2,225.8	2,092.0	2,143.2
매출총이익	13.5	256.1	360.8	377.9	425.5
판매비와관리비	6.5	103.9	132.0	148.2	154.1
영업이익	7.0	152.2	228.8	229.7	271.4
영업이익률(%)	6.6	8.0	8.8	9.3	10.6
금융손익	-4.8	-26.1	-17.0	-20.2	-17.2
종속/관계기업관련손익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	14.2	6.1	3.8	5.2	4.7
세전계속사업이익	33.8	132.2	215.5	214.7	258.9
법인세비용	2.1	33.7	59.0	59.0	71.2
당기순이익	31.7	98.5	156.5	155.6	187.7
지배주주지분 순이익	31.7	59.9	118.6	128.6	160.0
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	979.5	829.8	1,090.1	1,257.7	1,481.3
현금및현금성자산	174.7	201.0	704.5	704.1	916.1
매출채권	102.6	133.5	168.3	253.2	260.0
재고자산	150.5	184.3	168.3	253.2	260.0
비유동자산	1,695.9	1,761.8	1,656.7	1,556.9	1,466.4
유형자산	1,451.3	1,486.0	1,379.9	1,281.2	1,191.0
무형자산	8.3	9.5	9.5	8.3	7.2
투자자산	43.3	42.9	56.4	56.5	57.3
자산총계	2,675.4	2,591.6	2,746.9	2,814.6	2,947.7
유동부채	1,385.6	1,115.8	1,162.5	1,118.3	1,090.9
매입채무	259.6	265.7	302.6	303.6	311.7
단기차입금	639.7	427.2	412.0	380.0	350.5
유동성장기부채	169.6	189.7	182.5	168.3	155.3
비유동부채	612.0	736.4	734.1	719.3	720.9
사채	254.5	314.7	299.8	284.8	284.8
장기차입금	235.0	311.3	308.2	308.2	308.2
부채총계	1,997.6	1,852.1	1,896.6	1,837.5	1,811.7
자본금	73.4	73.4	73.4	73.4	73.4
자본잉여금	426.5	426.5	426.5	426.5	426.5
기타포괄이익누계액	0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	92.7	130.5	206.3	306.1	437.2
비지배주주지분	105.4	139.6	174.8	201.8	229.5
자본총계	677.8	739.4	850.3	977.1	1,136.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-23.6	117.0	591.3	93.6	288.0
당기순이익(손실)	31.7	98.5	156.5	155.6	187.7
유형자산감가상각비	16.2	106.0	113.7	104.7	96.2
무형자산상각비	0.1	1.2	1.4	1.3	1.1
운전자본의 증감	-45.6	-115.3	313.6	-167.9	3.0
투자활동 현금흐름	83.9	-17.0	-19.4	-4.1	-4.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-37.6	-129.6	-8.2	-6.0	-6.0
투자자산의 감소(증가)	171.9	0.4	-13.5	-0.1	-0.8
재무활동 현금흐름	15.5	-72.9	-68.1	-89.9	-71.1
차입금증감	1,088.5	-64.3	-40.2	-61.1	-42.3
자본의증가	454.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	75.8	26.4	503.5	-0.4	212.0
기초현금	98.9	174.7	201.0	704.5	704.1
기말현금	174.7	201.0	704.5	704.1	916.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	16,482	129,344	176,233	168,283	175,013
EPS(지배주주)	4,906	4,082	8,077	8,763	10,899
CFPS	4,082	18,087	23,255	23,218	25,437
EBITDAPS	3,615	17,672	23,425	22,867	25,120
BPS	39,004	40,865	46,027	52,826	61,761
DPS	1,500	1,500	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	3.8	3.2	5.0	5.0	5.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	11.6	5.0	4.6	3.7
PCR	9.6	2.6	1.7	1.7	1.6
PSR	2.4	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	1.0	1.2	0.9	0.8	0.7
EBITDA	23.4	259.4	343.8	335.6	368.7
EV/EBITDA	78.8	7.4	3.8	3.8	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	10.2	18.6	17.7	19.0
EBITDA이익률	21.9	13.7	13.3	13.6	14.4
부채비율	294.7	250.5	223.1	188.1	159.5
금융비용부담률	4.8	1.8	1.3	1.2	1.1
이자보상배율(x)	1.4	4.6	6.7	7.6	9.4
매출채권회전율(x)	1.4	16.1	17.1	11.7	10.0
재고자산회전율(x)	1.0	11.3	14.7	11.7	10.0

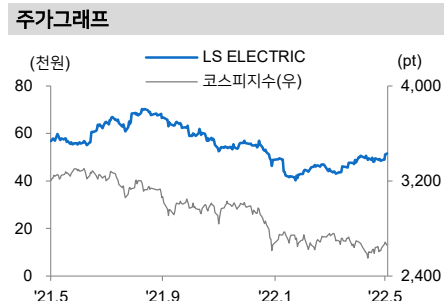
LS ELECTRIC(010120) 돌아온 전력기기, 돌아올 인프라

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

Buy

적정주가 (12개월)	64,000원
현재주가 (6. 2)	51,500원
상승여력	24.3%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	15,450억원
발행주식수	3,000만주
유동주식비율	50.39%
외국인비중	14.68%
52주 최고/최저가	70,300원/40,250원
평균거래대금	53.6억원
주요주주(%)	
LS	47.46
국민연금공단	11.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	-4.6	-11.1
상대주가	4.2	5.6	7.9



전력인프라 적자를 만회하고 있는 전력기기

- 1Q22 연결 영업이익 406억원 중 전력기기 부문의 영업이익이 380억원. 국내외 판매 호조로 전력기기 매출이 +18.5% YoY 증가한 가운데 환율 상승으로 영업이익률도 동반 개선(+3.6%p YoY)
- 전력인프라 부문은 매출 부진으로 -105억원을 기록했으나, 전력 부문의 수주잔고가 1.4조원으로 전년 동기 대비 2배 이상 증가했다는 점을 감안하면 하반기로 갈수록 적자폭 축소가 예상

전력인프라+태양광 사업의 외형 성장 기대

- 배터리를 비롯한 대기업항 물량 확대가 이어지고 있음. 관공서 매출 대비 수익성이 높은 만큼 호실적 기대 가능
- 2021년 하반기부터 이어진 태양광 수주가 1Q22 실적에 기여한 바는 미미하나, 2Q22 이후 매출 인식이 본격화되면서 신재생에너지 사업부의 외형 성장 및 수익성 개선 전망

역사적 하단에 닿은 멀티플. 이제는 반등할 시점

- 2022~2024년 순이익의 40% 배당성향을 목표로 내세우는 등 주주가치 제고에 적극적. CoVID-19 에 대한 공포감이 최대감이 달한 2020년 3월 수준까지 내려온 12개월 선행 PER도 이제 반등 가능하다는 판단
- 투자의견 Buy 유지. 적정주가는 77,000원에서 64,000원으로 하향하나 실적 개선 확인 시 추가 멀티플 상승 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,402.7	133.7	85.2	2,839	-17.0	47,050	22.2	1.3	7.9	6.1	79.7
2021	2,668.3	155.1	84.7	2,825	-0.2	49,388	19.8	1.1	6.5	5.9	89.8
2022E	3,055.9	195.4	141.2	4,706	66.3	52,261	10.9	1.0	4.9	9.3	94.8
2023E	3,169.0	213.6	162.4	5,412	15.0	56,498	9.5	0.9	4.3	10.0	86.9
2024E	3,188.0	215.2	157.6	5,255	-2.9	60,579	9.8	0.9	3.8	9.0	81.3

LS ELECTRIC 적정주가 산출

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

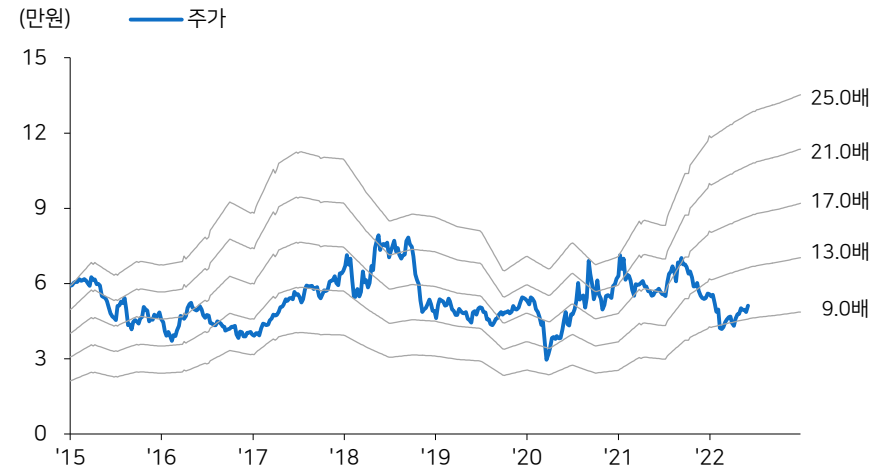
- 투자의견 Buy 유지. 적정주가는 77,000원에서 64,000원으로 -17% 하향
- PER 멀티플이 과거 하단을 깨고 내려온 주요 요인은 전력인프라, 신재생 사업부 실적에 대한 불확실성 및 국내외 매크로 변수의 불확실성 확대
- 다만 1) 배당성향을 상향(30% → 40%)하는 등 주주가치 제고에 힘쓰고 있는 점, 2)하반기 전력인프라, 신재생 사업부의 적자폭이 축소될 것으로 예상되는 점에 기인했을 때 멀티플 회복 가능성은 충분
- 적용 멀티플은 국내외 태양광 사업 적자로 신사업에 대한 기대치가 낮아졌던 2016~2017년의 평균값. 향후 실적 개선 확인 시 멀티플 확장 가능

LS ELECTRIC 적정주가 산출

구분	값	내용
12개월 선행 순이익(십억원)	148.6	지배주주 순이익(2Q22~1Q23)
적용 멀티플(배)	13.1	국내외(이라크 등) 태양광 사업 적자로 신사업에 대한 기대치가 낮아졌던 2016~2017년의 평균값
적정 시가총액(십억원)	1,946	
발행 주식수(백만주)	30,000	
적정 주가(원)	65,000	
현재 주가(원)	51,500	
상승 여력(%)	24.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

LS ELECTRIC 12개월 선행 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

LS ELECTRIC 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
연결 매출	589.4	643.3	682.6	753.0	729.7	764.1	770.4	791.7	2,402.7	2,668.3	3,055.9	3,169.0
매출 성장률(% YoY)	-7.3	7.5	22.2	23.4	23.8	18.8	12.9	5.2	2.4	11.1	14.5	3.7
별도 매출	423.0	458.0	462.0	534.6	479.3	541.8	554.0	574.0	1,854.6	1,877.7	2,149.2	2,334.0
전력기기	184.0	179.0	172.0	176.0	218.0	177.2	170.3	174.2	642.8	711.0	739.7	732.3
전력인프라	121.0	131.0	139.0	212.0	125.0	145.1	147.2	178.2	593.1	603.0	595.5	621.3
자동차	84.0	89.0	84.0	79.0	98.0	91.7	86.5	81.4	282.1	336.0	357.6	368.3
신재생	34.0	58.0	67.0	68.0	38.0	127.8	150.0	140.3	336.5	227.0	456.1	612.1
자회사 매출	188.0	209.0	235.0	195.9	278.0	236.2	229.7	231.1	579.7	827.9	975.0	888.1
연결 조정	-21.6	-23.8	-14.4	22.4	-27.6	-13.9	-13.3	-13.4	-31.6	-37.3	-68.3	-53.1
연결 영업이익	23.4	47.0	40.4	44.3	40.6	50.1	50.1	54.7	133.7	155.1	195.4	213.6
영업이익 성장률(% YoY)	-42.3	21.2	85.4	35.7	73.7	6.5	23.9	23.5	-20.7	16.0	26.0	9.3
별도 영업이익	10.1	37.7	28.7	38.3	31.0	38.3	40.3	44.1	113.2	114.8	153.7	179.6
전력기기	25.5	28.5	27.9	23.2	38.0	31.2	30.1	30.7	100.0	105.1	130.1	128.5
전력인프라	-16.7	-1.0	-4.6	12.9	-10.5	-1.9	-1.6	4.3	7.6	-9.4	-9.6	0.1
자동차	8.4	12.1	8.4	4.3	10.9	9.8	9.3	8.0	26.4	33.2	38.1	39.2
신재생	-7.1	-1.9	-3.0	-2.0	-7.5	-0.8	2.5	1.0	-20.8	-14.0	-4.8	11.8
자회사 영업이익	11.6	9.2	10.4	6.3	7.9	11.9	10.0	10.7	19.2	37.5	40.4	34.5
연결 조정	1.6	0.2	1.3	-0.3	1.6	-0.1	-0.1	-0.1	1.3	2.8	1.3	-0.4
연결 영업이익률(%)	4.0	7.3	5.9	5.9	5.6	6.6	6.5	6.9	5.6	5.8	6.4	6.7
별도 영업이익률(%)	2.4	8.2	6.2	7.2	6.5	7.1	7.3	7.7	6.1	6.1	7.2	7.7
전력기기(%)	13.9	15.9	16.2	13.2	17.4	17.6	17.7	17.6	15.6	14.8	17.6	17.5
전력인프라(%)	-13.8	-0.8	-3.3	6.1	-8.4	-1.3	-1.1	2.4	1.3	-1.6	-1.6	0.0
자동차(%)	10.0	13.6	10.0	5.4	11.2	10.7	10.7	9.8	9.4	9.9	10.6	10.6
신재생(%)	-21.0	-3.3	-4.4	-2.9	-19.6	-0.6	1.7	0.7	-6.2	-6.2	-1.0	1.9
자회사 영업이익률(%)	6.2	4.4	4.4	3.2	2.8	5.0	4.3	4.6	3.3	4.5	4.1	3.9
세전이익	21.0	44.9	11.3	33.6	41.2	47.2	48.3	54.0	127.8	110.7	190.8	225.1
법인세비용	5.3	7.2	2.3	11.2	6.6	13.0	13.3	14.9	42.7	25.9	47.7	61.9
법인세율(%)	25.1	16.0	20.2	33.3	15.9	27.5	27.5	27.5	33.4	23.4	25.0	27.5
당기순이익	15.7	37.7	9.1	22.8	33.5	34.2	35.0	39.2	85.5	85.3	141.9	163.2
순이익률(%)	2.7	5.9	1.3	3.0	4.6	4.5	4.5	4.9	3.6	3.2	4.6	5.1
순이익 성장률(% YoY)	-27.5	58.6	-51.9	7.8	112.8	-9.2	286.4	71.7	-17.0	-0.2	66.3	15.0
지배주주순이익	15.2	37.3	8.1	24.2	33.3	34.1	34.8	39.0	85.2	84.7	141.2	162.4

자료: LS ELECTRIC, 메리츠증권 리서치센터

LS ELECTRIC(010120)

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,402.7	2,668.3	3,055.9	3,169.0	3,188.0
매출액증가율(%)	2.4	11.1	14.5	3.7	0.6
매출원가	1,968.5	2,181.2	2,479.4	2,571.7	2,593.9
매출총이익	434.1	487.1	576.5	597.3	594.1
판매비와관리비	300.4	332.0	381.0	383.7	378.9
영업이익	133.7	155.1	195.4	213.6	215.2
영업이익률(%)	5.6	5.8	6.4	6.7	6.7
금융손익	-4.5	-34.6	2.6	7.9	11.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	-9.8	-7.2	3.6	-8.3
세전계속사업이익	127.9	110.8	190.8	225.1	218.5
법인세비용	42.7	25.9	47.7	61.9	60.1
당기순이익	85.5	85.3	141.9	163.2	158.4
지배주주지분 순이익	85.2	84.7	141.2	162.4	157.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,649.8	1,887.8	2,186.4	2,330.1	2,536.6
현금및현금성자산	683.2	701.6	939.2	1,045.8	1,241.2
매출채권	489.3	548.1	576.3	593.4	598.6
재고자산	176.9	261.5	274.9	283.1	285.6
비유동자산	890.6	909.0	853.2	825.9	748.2
유형자산	557.3	564.3	544.1	528.9	461.2
무형자산	104.5	101.7	90.3	77.9	67.7
투자자산	126.3	109.8	107.3	107.6	107.7
자산총계	2,540.4	2,796.7	3,039.7	3,156.0	3,284.8
유동부채	644.3	845.3	880.1	868.2	873.7
매입채무	190.3	278.4	292.8	301.5	304.1
단기차입금	46.1	73.9	107.1	107.1	107.1
유동성장기부채	108.4	190.2	161.8	131.8	131.8
비유동부채	482.7	478.0	599.3	599.5	599.6
사채	459.0	439.1	558.8	558.8	558.8
장기차입금	0.0	4.4	4.3	4.3	4.3
부채총계	1,126.9	1,323.3	1,479.3	1,467.7	1,473.3
자본금	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
자본잉여금	0.9	-4.1	-3.9	-3.9	-3.9
기타포괄이익누계액	-12.0	4.4	7.5	7.5	7.5
이익잉여금	1,298.1	1,356.9	1,438.6	1,565.7	1,688.1
비지배주주지분	2.0	-8.2	-7.5	-6.7	-5.9
자본총계	1,413.5	1,473.4	1,560.3	1,688.3	1,811.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	288.9	101.5	189.1	232.9	226.9
당기순이익(손실)	85.5	85.3	141.9	163.2	158.4
유형자산감가상각비	79.8	81.9	82.2	79.2	67.7
무형자산상각비	16.9	19.5	15.6	12.4	10.2
운전자본의 증감	83.5	-133.6	-61.5	-18.0	-5.4
투자활동 현금흐름	-84.5	-120.4	-63.2	-61.4	3.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-74.2	-55.8	-62.7	-63.9	0.0
투자자산의 감소(증가)	-10.1	16.5	2.5	-0.3	-0.1
재무활동 현금흐름	-55.3	34.8	92.3	-64.9	-35.1
차입금증감	7.9	111.6	126.1	-29.7	0.1
자본의증가	-0.3	-5.0	0.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	148.7	18.4	237.6	106.6	195.4
기초현금	534.5	683.2	701.6	939.2	1,045.8
기말현금	683.2	701.6	939.2	1,045.8	1,241.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	80,089	88,942	101,864	105,633	106,266
EPS(지배주주)	2,839	2,825	4,706	5,412	5,255
CFPS	7,811	9,164	9,854	10,290	9,491
EBITDAPS	7,682	8,553	9,775	10,171	9,769
BPS	47,050	49,388	52,261	56,498	60,579
DPS	1,100	1,000	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	1.7	1.8	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	22.2	19.8	10.9	9.5	9.8
PCR	8.1	6.1	5.2	5.0	5.4
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
EBITDA	230.5	256.6	293.2	305.1	293.1
EV/EBITDA	7.9	6.5	4.9	4.3	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	5.9	9.3	10.0	9.0
EBITDA이익률	9.6	9.6	9.6	9.6	9.2
부채비율	79.7	89.8	94.8	86.9	81.3
금융비용부담률	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
이자보상배율(x)	9.1	10.4	10.4	11.5	11.8
매출채권회전율(x)	4.7	5.1	5.4	5.4	5.3
재고자산회전율(x)	12.9	12.2	11.4	11.4	11.2

고려아연(010130) 다가오는 Re-rating

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

Buy

적정주가 (12개월)	740,000원
현재주가 (6. 2)	585,000원
상승여력	26.5%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	110,390억원
발행주식수	1,887만주
유동주식비율	45.13%
외국인비중	20.09%
52주 최고/최저가	657,000원/423,500원
평균거래대금	269.2억원
주요주주(%)	
영풍 외 46 인	43.17
국민연금공단	9.71

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.4	17.6	31.3
상대주가	2.5	30.2	59.2

주가그래프



하반기 실적 개선 기대. 중국 상황에 따라 개선폭 확대 기대

- 2022년 실적 흐름은 상저하고. 1)최근 조정에도 불구하고 하반기 판가가 견조하고, 2) 벤치마크TC 협상 결과가 3Q22부터 본격 반영되며, 3)해상운송 문제로 1Q22 부진했던 판매량 역시 회복되기 때문
- 중국 경기 부진으로 아연 가격 하락했으나, 그렇기 때문에 경기 부양책에 따른 회복 기대도 가능

그 어느 때보다 신사업에 적극적인 시기

- 최근 자회사 켄코와 LG화학 간의 JV 내용이 구체화. 켄코 지분율은 51%이며 2,000억원을 투자해 연 2만톤 이상의 전구체 생산 능력 확보. 2024년 2분기부터 제품 양산. 2025년 예상 매출은 약 4,000억원 규모
- 동사는 니켈 생산(켄코), 전구체 생산, 동박까지 2차전지 사업 영역 확장 중. 동박은 2023년 중 매출 발생 가능
- 2021년말 인수한 재생에너지 EPC 사업자 Epuron에도 주목. 중장기적으로 수소 생산 및 판매 사업으로 확장 계획

양적인 확장은 곧 Re-rating

- 12개월 선행 PBR은 1.38배로 역사적 평균 수준. ROE 관점에서나, 신사업 관점에서나 Re-rating 가능한 구간. 과거 증설 구간에서 동사의 선행 PBR은 1.7~2.1배 수준에서 형성되었음(2011~2012년, 2015~2016년)
- 투자의견 Buy, 적정주가 740,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	7,581.9	897.4	573.0	30,363	-10.0	369,358	13.2	1.1	4.8	8.4	19.9
2021	9,976.8	1,096.2	806.8	42,755	41.1	403,163	12.0	1.3	5.9	11.1	28.8
2022E	11,138.5	1,356.9	914.0	48,436	12.4	435,633	12.1	1.3	5.5	11.5	27.8
2023E	10,353.0	1,434.7	1,013.2	53,696	12.3	468,723	10.9	1.2	4.7	11.9	21.9
2024E	10,163.7	1,402.5	986.4	52,275	-2.6	497,581	11.2	1.2	4.5	10.8	19.7

고려아연 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
아연 Blended TC	135.6	132.8	137.3	137.8	142.8	223.3	233.0	221.0	267.1	135.9	205.0	196.3
연 Blended TC	121.1	110.4	103.4	107.0	113.3	111.6	112.0	112.0	164.7	110.5	112.2	135.0
아연 가격(천원/톤)	3,233.2	3,417.3	3,628.6	4,053.2	4,518.5	5,001.2	4,589.4	4,468.1	2,814.4	3,583.1	4,644.3	3,586.2
연 가격(천원/톤)	2,520.2	2,603.4	2,985.3	3,122.0	3,180.5	3,161.2	2,917.5	2,992.1	2,381.6	2,807.7	3,062.8	2,446.3
은 가격(천원/oz)	919.1	950.8	975.8	896.3	891.3	926.6	811.3	806.2	746.2	935.5	858.9	800.3
실적 전망												
별도 매출	1,684.3	1,819.1	1,705.8	1,953.2	1,816.7	1,932.2	1,892.0	1,874.7	5,652.1	7,162.5	7,515.5	6,751.3
아연	521.4	558.9	534.9	665.0	661.8	726.2	734.5	715.1	1,835.4	2,280.2	2,837.7	2,343.1
연	261.9	300.5	279.8	362.0	319.7	326.9	314.1	322.2	987.4	1,204.2	1,282.9	984.7
은	227.2	245.9	212.5	234.0	196.4	205.2	214.4	213.1	619.7	919.6	829.1	851.9
금	524.8	537.2	508.4	510.0	426.4	459.2	419.9	417.3	1,713.2	2,080.4	1,722.8	1,748.4
기타	149.0	176.6	170.2	182.2	212.3	214.8	209.0	207.1	496.5	678.1	843.2	823.1
연결 매출	2,200.5	2,375.4	2,414.7	2,986.1	2,661.4	2,743.1	2,806.7	2,927.3	7,581.9	9,976.8	11,138.5	10,353.0
별도	1,684.3	1,819.1	1,705.8	1,953.2	1,816.7	1,932.2	1,892.0	1,874.7	5,652.1	7,162.5	7,515.5	6,751.3
SMH	200.4	239.7	233.2	206.2	183.0	211.5	248.8	332.7	691.4	879.5	976.0	1,139.1
기타	315.8	316.7	475.6	826.7	661.8	599.4	665.9	719.9	1,238.4	1,934.7	2,647.0	2,462.6
매출 성장률(% YoY)	27.0	46.4	22.2	32.7	20.9	15.5	16.2	-2.0	13.3	31.6	11.6	-7.1
연결 영업이익	270.0	273.1	265.8	287.3	284.7	340.5	364.1	367.6	897.4	1,096.1	1,356.9	1,434.7
별도	232.6	223.8	218.9	249.3	220.7	287.4	303.0	297.1	780.8	924.6	1,108.2	1,189.2
SMH	19.8	31.9	21.0	9.2	1.4	18.9	23.9	31.6	57.2	81.9	75.8	120.4
기타	17.6	17.3	25.9	28.9	62.6	34.2	37.1	38.9	59.4	89.7	172.9	125.1
영업이익률(%)	12.3	11.5	11.0	9.6	10.7	12.4	13.0	12.6	11.8	11.0	12.2	13.9
영업이익 성장률(% YoY)	32.2	66.5	-0.6	9.8	5.5	24.7	37.0	27.9	11.4	22.1	23.8	5.7
세전이익	290.2	279.1	278.4	291.5	216.6	327.2	361.6	364.7	812.4	1,139.1	1,270.1	1,411.7
당기순이익	212.3	194.7	200.3	203.9	147.9	237.2	262.2	264.4	574.8	811.1	911.7	1,023.5
당기순이익률(%)	9.6	8.2	8.3	6.8	5.6	8.6	9.3	9.0	7.6	8.1	8.2	9.9

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

고려아연(010130)

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	7,581.9	9,976.8	11,138.5	10,353.0	10,163.7
매출액증가율(%)	13.3	31.6	11.6	-7.1	-1.8
매출원가	6,546.8	8,720.5	9,584.0	8,737.7	8,587.3
매출총이익	1,035.2	1,256.3	1,554.6	1,615.3	1,576.3
판매비와관리비	137.8	160.2	197.7	180.6	173.8
영업이익	897.4	1,096.2	1,356.9	1,434.7	1,402.5
영업이익률(%)	11.8	11.0	12.2	13.9	13.8
금융손익	-81.9	46.3	-62.1	-0.6	13.0
종속/관계기업관련손익	-0.5	2.8	6.0	5.6	5.6
기타영업외손익	-2.6	-6.2	-30.7	-28.0	-46.7
세전계속사업이익	812.4	1,139.1	1,270.1	1,411.7	1,374.3
법인세비용	237.6	328.0	358.4	388.2	377.9
당기순이익	574.8	811.1	911.7	1,023.5	996.4
지배주주지분 순이익	573.0	806.8	914.0	1,013.2	986.4
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,912.9	5,689.0	6,215.6	6,540.7	7,005.5
현금및현금성자산	425.6	466.5	1,698.6	2,317.3	2,553.3
매출채권	380.5	515.9	505.7	441.1	441.7
재고자산	2,250.0	2,909.1	2,851.8	2,487.3	2,491.1
비유동자산	3,586.8	4,275.0	4,446.9	4,406.3	4,400.5
유형자산	3,194.1	3,459.0	3,452.0	3,431.9	3,426.7
무형자산	90.9	123.3	124.9	124.0	123.2
투자자산	217.6	593.1	764.3	744.6	744.9
자산총계	8,499.7	9,964.1	10,662.5	10,947.0	11,406.0
유동부채	1,118.4	1,770.5	1,856.7	1,569.6	1,494.2
매입채무	675.1	1,025.2	1,005.0	876.5	877.9
단기차입금	115.4	295.5	410.1	306.8	229.5
유동성장기부채	0.9	8.4	8.9	8.9	8.9
비유동부채	294.2	459.3	462.7	399.6	379.5
사채	0.0	1.1	1.2	1.2	1.2
장기차입금	4.7	126.1	135.8	110.6	90.1
부채총계	1,412.6	2,229.8	2,319.4	1,969.2	1,873.7
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	56.6	57.3	57.1	57.1	57.1
기타포괄이익누계액	-67.3	-8.9	41.8	41.8	41.8
이익잉여금	6,939.7	7,518.4	8,080.6	8,705.0	9,249.6
비지배주주지분	117.3	126.6	122.7	133.0	142.9
자본총계	7,087.0	7,734.2	8,343.1	8,977.8	9,532.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	456.5	606.9	1,233.0	1,518.1	1,254.7
당기순이익(손실)	574.8	811.1	911.7	1,023.5	996.4
유형자산감가상각비	278.6	289.4	296.4	294.9	293.7
무형자산상각비	0.1	0.5	0.9	0.8	0.8
운전자본의 증감	-500.8	-543.7	-13.6	236.2	-2.5
투자활동 현금흐름	-547.6	-577.7	270.0	-371.0	-479.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-662.1	-463.8	-261.7	-274.7	-288.5
투자자산의 감소(증가)	-29.6	-372.6	-165.2	25.2	5.4
재무활동 현금흐름	-171.4	1.7	-279.3	-528.3	-539.6
차입금증감	118.2	388.8	122.7	-139.5	-97.7
자본의증가	0.0	0.8	-0.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-264.0	40.9	1,232.1	618.7	235.9
기초현금	689.5	425.6	466.5	1,698.6	2,317.3
기말현금	425.6	466.5	1,698.6	2,317.3	2,553.3
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	401,798	528,711	590,277	548,649	538,615
EPS(지배주주)	30,363	42,755	48,436	53,696	52,275
CFPS	63,499	74,213	82,546	83,834	80,991
EBITDAPS	62,327	73,448	87,662	91,701	89,929
BPS	369,358	403,163	435,633	468,723	497,581
DPS	15,000	20,000	22,000	25,000	25,000
배당수익률(%)	3.7	3.9	3.8	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.2	12.0	12.1	10.9	11.2
PCR	6.3	6.9	7.1	7.0	7.2
PSR	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
PBR	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2
EBITDA	1,176.1	1,386.0	1,654.2	1,730.4	1,697.0
EV/EBITDA	4.8	5.9	5.5	4.7	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.4	11.1	11.5	11.9	10.8
EBITDA이익률	15.5	13.9	14.9	16.7	16.7
부채비율	19.9	28.8	27.8	21.9	19.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	538.8	263.2	150.0	189.4	231.3
매출채권회전율(x)	21.1	22.3	21.8	21.9	23.0
재고자산회전율(x)	4.0	3.9	3.9	3.9	4.1

현대제철(004020) 거인의 어깨에 올라서서

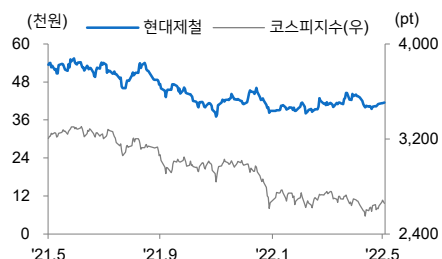
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	56,000원
현재주가 (6. 2)	41,450원
상승여력	35.1%
KOSPI	2,658.99pt
시가총액	55,313억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.61%
외국인비중	20.76%
52주 최고/최저가	55,400원/37,100원
평균거래대금	222.8억원
주요주주(%)	
기아 외 8 인	35.97
국민연금공단	7.53

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	1.8	-23.2
상대주가	-4.9	12.8	-6.9

주가그래프



2Q22에도 견조한 실적 기대

- 1Q22 서프라이즈 이후 2Q22에도 견조한 실적 기대. 1) 후판 및 차강판 인상분이 2Q22부터 반영되고, 2) 미주 법인의 강관 이익 기여도는 2Q22에 더 증가할 예정이며, 3) 최근 철스크랩 가격의 하락으로 봉형강류 사업 부분의 스프레드 확대가 기대되기 때문
- 5월 중순 이후부터 하락하고 있는 국내 유통 가격이 리스크 요인이거나, 봉형강류의 개선이 이를 상쇄할 전망

주요 고객사의 실적 개선. 차강판 협상 하반기에도 기대 가능

- 주요 고객사인 현대, 기아차의 2022년 연간 실적 개선세는 뚜렷. 공급망 차질 완화로 자동차 생산량도 확대될 전망
- 기존 분기별 100만톤 수준에서 70~80만톤까지 줄어든 차강판 공급량이 회복될 가능성이 높고, 전반적인 철강재 가격 대비 인상폭이 적었던 차강판 가격도 하반기 추가적인 인상 기대 가능

밸류에이션 저평가 감안 시 Downside 크지 않음.

- 12개월 선행 PBR은 0.26배로 실적 개선 및 재무 안정화 추세에도 불구하고 Peer 혹은 과거 대비 저평가 유지 중
- 경쟁사 대비 실적, 밸류에이션 매력이 확대. 투자 의견 Buy 유지. 적정주가는 67,000원에서 56,000원으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	18,023.4	73.0	-430.0	-3,222	-1,818.3	122,488	-12.3	0.3	10.2	-2.6	108.7
2021	22,849.9	2,447.5	1,461.4	10,951	-442.0	133,902	3.7	0.3	4.1	8.5	102.9
2022E	29,087.0	3,055.4	2,054.6	15,396	37.8	146,350	2.7	0.3	3.5	11.0	94.6
2023E	27,447.6	2,775.0	1,838.1	13,774	-11.0	158,942	3.0	0.3	3.2	9.0	82.0
2024E	27,362.1	2,771.0	1,878.3	14,076	2.2	171,834	2.9	0.2	2.7	8.5	72.8

현대제철 적정주가 산출

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

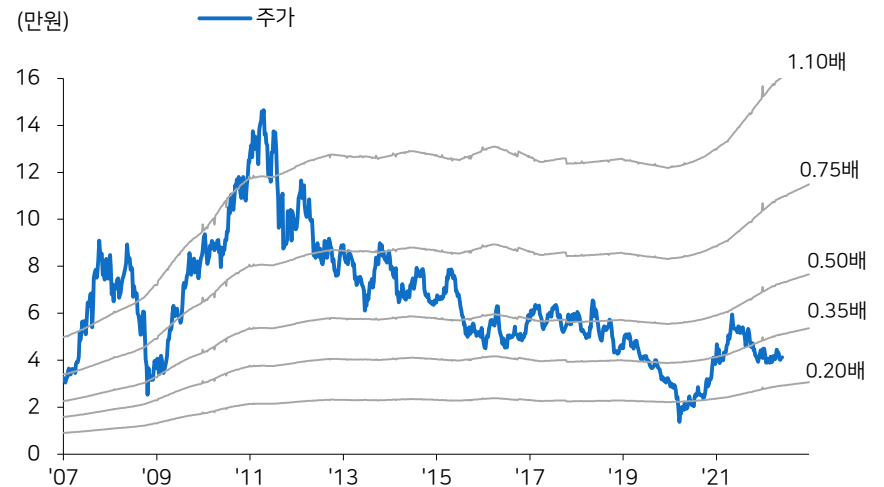
- 투자의견 Buy 유지. 적정주가는 67,000원에서 56,000원으로 하향
- 최근 수입재 가격 하락과 함께 약세 전환한 국내 유통 가격은 리스크 요인이나, 업황이 다소 둔화되는 점을 보수적으로 평가하더라도 현 업황은 평균 이상 → 5개년 평균 PBR 적용
- 철스크랩 가격 하락으로 인한 봉형강류 스프레드 개선, 주요 고객사의 실적 개선 등을 감안 시 경쟁사 대비 실적에 대한 가시성이 높음

현대제철 적정주가 산출

구분	적용값	내용
2021년 순자산	18,685.2	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.40	5개년 평균(2017~) 적용. 원재료 가격 상승 및 중국 수출 물량 확대에 대한 위험에도 불구하고, 현 업황은 보수적으로 봐도 평균 이상
적정 시가총액(십억원)	7,474.1	
발행 주식수(백만주)	133,446	기말 주식수
적정 주가(원)	56,000	
현재 주가(원)	41,450	
상승 여력(%)	35.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대제철 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 지표												
원/달러	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,204.2	1,270.0	1,230.0	1,230.0	1,180.3	1,143.9	1,233.6	1,200.0
판매량(천톤)												
고로 판매량	3,054.0	2,833.0	2,600.0	2,735.0	2,989.0	3,127.8	3,125.2	3,145.9	11,549.7	11,222.0	12,387.9	13,201.9
성장률(% QoQ, YoY)	-1.2	-7.2	-8.2	5.2	9.3	4.6	-0.1	0.7	-1.9	-2.8	10.4	6.6
전기로 판매량	1,872.0	2,202.0	1,937.0	1,877.0	1,973.0	2,170.3	2,061.8	2,103.0	8,127.8	7,888.0	8,308.1	8,525.0
성장률(% QoQ, YoY)	-6.0	17.6	-12.0	-3.1	5.1	10.0	-5.0	2.0	-14.9	-2.9	5.3	2.6
ASP(원/kg)												
봉형강류	902.7	1,005.6	1,184.9	1,280.6	1,295.1	1,336.6	1,275.9	1,230.1	830.7	1,090.9	1,202.9	1,044.6
성장률(% QoQ, YoY)	7.2	11.4	17.8	8.1	1.1	3.2	-4.5	-3.6	-4.6	31.3	18.5	-13.2
판재류	839.2	936.4	1,098.0	1,213.9	1,181.1	1,260.4	1,238.5	1,131.1	765.1	1,014.8	1,284.7	1,216.5
성장률(% QoQ, YoY)	12.2	11.6	17.3	10.6	-2.7	6.7	-1.7	-8.7	-8.1	32.6	17.8	-5.3
스프레드(원/kg)												
봉형강류	464.9	492.3	584.4	641.1	595.1	620.1	604.6	558.8	511.2	543.1	594.9	545.4
성장률(% QoQ, YoY)	-5.8	5.9	18.7	9.7	-7.2	4.2	-2.5	-7.6	1.2	6.3	9.5	-8.3
판재류	475.4	508.5	579.0	663.7	596.0	592.9	596.2	589.7	465.1	550.9	594.2	569.7
성장률(% QoQ, YoY)	8.1	7.0	13.9	14.6	-10.2	-0.5	0.6	-1.1	-8.8	18.5	7.9	-4.1
연결 실적(십억원)												
매출액												
별도	4,251.9	4,866.0	5,150.0	5,723.6	6,085.6	6,902.5	6,468.7	6,145.2	15,568.0	19,991.5	25,602.1	24,129.4
현대비앤지스틸	195.2	216.8	220.3	223.4	344.0	308.0	255.4	229.3	680.2	855.7	1,136.7	1,100.4
기타 및 내부거래	480.3	539.1	489.9	493.4	550.0	654.5	589.5	554.2	1,775.1	2,002.7	2,348.2	2,217.8
매출액 성장률(% YoY)	5.6	36.7	31.3	34.7	41.7	39.9	24.8	7.6	-12.1	26.8	27.3	-5.6
영업이익												
별도	296.6	483.7	780.6	739.0	611.7	814.6	698.0	669.1	41.7	2,299.8	2,793.5	2,626.0
현대비앤지스틸	22.4	24.4	21.3	21.6	32.1	8.9	16.1	13.0	33.4	89.7	70.0	81.0
기타 및 내부거래	-15.0	37.2	24.3	11.5	53.5	82.9	30.6	24.9	-2.0	58.0	191.9	68.0
영업이익률(%)	6.2	9.7	14.1	12.0	10.0	11.5	10.2	10.2	0.4	10.7	10.5	10.1
영업이익 성장률(% YoY)	흑전	3,804.4	2,375.5	1,293.9	129.5	66.2	-9.9	-8.4	-78.0	3,251.3	24.8	-9.2
세전이익	286.4	494.8	808.9	559.0	649.1	861.3	682.0	644.8	-503.9	2,149.1	2,837.2	2,548.0
당기순이익												
당기순이익	219.9	352.5	595.9	336.8	488.1	624.5	494.4	467.5	-440.1	1,505.2	2,074.5	1,847.3
지배순이익	209.9	335.2	584.9	331.5	476.1	621.4	491.9	465.2	-430.0	1,461.4	2,054.6	1,838.1

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

2022년 하반기 전망 시리츠 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	18,023.4	22,849.9	29,087.0	27,447.6	27,362.1
매출액증가율(%)	-12.1	26.8	27.3	-5.6	-0.3
매출원가	16,930.2	19,326.4	24,903.2	23,515.0	23,394.9
매출총이익	1,093.2	3,523.6	4,183.7	3,932.7	3,967.2
판매비와관리비	1,020.2	1,076.1	1,128.3	1,157.7	1,196.2
영업이익	73.0	2,447.5	3,055.4	2,775.0	2,771.0
영업이익률(%)	0.4	10.7	10.5	10.1	10.1
금융손익	-360.3	-196.0	-289.8	-327.6	-259.8
종속/관계기업관련손익	18.9	3.2	-3.7	-2.9	-4.4
기타영업외손익	-235.6	-105.5	75.3	103.5	97.1
세전계속사업이익	-503.9	2,149.1	2,837.2	2,548.0	2,603.8
법인세비용	-63.8	644.0	762.7	700.7	716.1
당기순이익	-440.1	1,505.2	2,074.5	1,847.3	1,887.8
지배주주지분 순이익	-430.0	1,461.4	2,054.6	1,838.1	1,878.3
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,934.8	12,775.8	15,454.9	16,535.3	17,920.9
현금및현금성자산	917.2	1,380.9	817.0	2,634.0	4,054.6
매출채권	2,465.4	3,139.4	4,033.5	3,812.4	3,801.9
재고자산	4,687.8	6,730.4	8,647.5	8,173.3	8,150.7
비유동자산	24,910.3	24,266.5	23,354.1	22,823.2	22,446.0
유형자산	19,874.3	19,251.4	18,581.4	18,082.0	17,725.7
무형자산	1,507.1	1,364.5	1,333.0	1,311.4	1,290.8
투자자산	1,958.5	2,005.4	1,820.7	1,810.7	1,810.5
자산총계	34,845.0	37,042.3	38,809.0	39,358.4	40,366.9
유동부채	6,072.7	7,466.8	8,363.6	8,269.5	8,267.0
매입채무	1,429.7	2,207.0	2,374.3	2,327.2	2,325.9
단기차입금	553.4	506.6	940.8	940.8	940.8
유동성장기부채	2,341.1	2,556.2	2,684.9	2,684.9	2,684.9
비유동부채	12,079.3	11,315.1	10,504.6	9,458.7	8,739.7
사채	4,694.4	4,471.8	4,179.2	4,166.2	3,749.6
장기차입금	5,207.9	4,670.6	4,021.3	3,015.9	2,714.3
부채총계	18,152.0	18,781.9	18,868.2	17,728.1	17,006.7
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1
기타포괄이익누계액	951.5	1,049.2	920.4	920.4	920.4
이익잉여금	10,933.1	12,358.5	14,148.7	15,828.9	17,549.4
비지배주주지분	347.6	391.8	411.0	420.2	429.7
자본총계	16,693.0	18,260.4	19,940.8	21,630.3	23,360.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	2,008.4	2,002.9	1,094.6	3,917.4	3,355.3
당기순이익(손실)	-440.1	1,505.2	2,074.5	1,847.3	1,887.8
유형자산감가상각비	1,493.1	1,531.0	1,524.0	1,468.2	1,422.0
무형자산상각비	86.1	60.8	32.8	21.6	20.6
운전자본의 증감	573.6	-1,725.7	-2,726.6	592.7	30.7
투자활동 현금흐름	-2,437.8	-663.4	-1,187.1	-922.5	-1,058.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,033.6	-904.5	-880.8	-968.9	-1,065.8
투자자산의 감소(증가)	45.2	-4.1	188.0	35.9	21.8
재무활동 현금흐름	454.5	-887.3	-475.2	-1,177.9	-876.1
차입금증감	1,521.5	-663.0	-339.5	-1,020.0	-718.3
자본의증가	-8.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1.5	463.7	-563.9	1,817.0	1,420.6
기초현금	915.8	917.2	1,380.9	817.0	2,634.0
기말현금	917.2	1,380.9	817.0	2,634.0	4,054.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	135,062	171,230	217,968	205,684	205,043
EPS(지배주주)	-3,222	10,951	15,396	13,774	14,076
CFPS	12,422	30,739	35,363	32,281	32,073
EBITDAPS	12,381	30,269	34,562	31,959	31,575
BPS	122,488	133,902	146,350	158,942	171,834
DPS	500	1,000	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	1.3	2.4	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	-12.3	3.7	2.7	3.0	2.9
PCR	3.2	1.3	1.2	1.3	1.3
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EBITDA	1,652.2	4,039.2	4,612.1	4,264.8	4,213.6
EV/EBITDA	10.2	4.1	3.5	3.2	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.6	8.5	11.0	9.0	8.5
EBITDA이익률	9.2	17.7	15.9	15.5	15.4
부채비율	108.7	102.9	94.6	82.0	72.8
금융비용부담률	1.8	1.3	1.2	1.3	1.2
이자보상배율(x)	0.2	8.1	8.9	7.8	8.4
매출채권회전율(x)	7.1	8.2	8.1	7.0	7.2
재고자산회전율(x)	3.6	4.0	3.8	3.3	3.4

POSCO홀딩스(005490) 자원개발 사업에 주목할 때

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

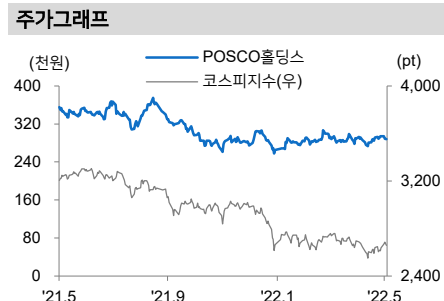
Buy

적정주가 (12개월)	390,000원
현재주가 (5. 31)	288,000원
상승여력	35.4%

KOSPI	2,658.99pt
시가총액	251,098억원
발행주식수	8,719만주
유동주식비율	68.36%
외국인비중	53.37%
52주 최고/최저가	375,000원/257,500원
평균거래대금	754.9억원

주요주주(%)	
국민연금공단	9.74
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.7	2.3	-18.4
상대주가	-0.7	13.3	-1.1



하반기 판매량 회복에 주목

- 1Q22 서프라이즈는 연결 자회사 및 배당 수익에 기인. 별도의 경우 예상 수준. 2Q22 별도 영업이익은 판매량 하락 및 원재료 가격 상승으로 소폭 감익 예상되나, 판매량이 회복되는 3Q22부터는 증익 기조로 전환
- 다만 최근 수입재 가격 하락과 함께 악세 전환한 국내 유통 가격은 향후 전망치 조정에 있어 리스크 요인. 4Q22 중국 경기 부양책 효과 본격화 기대. 코로나 상황 개선시 추가적인 수요 개선 가능

자원 개발 사업은 순항 중

- 리튬, 니켈, 수소, 폐배터리 등 비철강 사업을 적극 추진하고 있는 점은 중장기적으로 업황에 대한 민감도 낮출 전망
- 아르헨티나 염호 리튬 사업은 2024년 2.5만톤, 2025년 5만톤, 2028년 11만톤으로 CAPA 지속 확장. 리튬 가격 1.5만불 기준 영업이익률 5~60% 대의 고수익성 사업. 본격적인 매출 발생은 아직이나, 적극적인 투자와 소통으로 사업에 대한 가시성은 어느 때보다 높음

밸류에이션 매력에 제공하는 안전 쿠션

- 12개월 선행 PBR은 0.46배로 역사적 평균 이하. 업황에 따른 단기 주가 변동 있을 수 있으나 낙폭은 크지 않을 전망
- 투자의견 Buy, 적정주가는 450,000원에서 390,000원으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	57,792.8	2,403.0	1,602.2	18,376	-9.8	508,464	14.8	0.5	5.3	3.6	65.9
2021	76,332.4	9,238.1	6,617.2	75,897	302.4	578,383	3.6	0.5	2.5	14.0	66.9
2022E	86,205.2	8,426.8	5,919.6	67,896	-11.9	628,967	4.2	0.5	2.9	11.2	63.6
2023E	81,932.0	7,294.2	5,160.9	59,194	-14.3	673,372	4.9	0.4	2.5	9.1	51.3
2024E	82,527.9	7,219.4	5,296.3	60,747	2.6	719,329	4.7	0.4	2.3	8.7	47.4

POSCO홀딩스 적정주가 산출

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

- 투자의견 Buy 유지. 적정주가는 450,000원에서 390,000원으로 -17% 하향
- 다만 최근 수입재 가격 하락과 함께 약세 전환한 국내 유통 가격은 리스크 요인이나, 업황이 다소 둔화되는 점을 보수적으로 평가하더라도 현 업황은 평균 이상 → 5개년 평균 PBR 적용
- 중국 경기부양 과정에서 수출 물량이 확대되지 않는 점을 확인 시 연말 밸류에이션 재평가 가능

POSCO홀딩스 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산 (십억원)	56,765.2	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수 (배)	0.59	5개년 평균(2017~) 적용. 원재료 가격 상승 및 중국 수출 물량 확대에 대한 위험에도 불구하고, 현 업황은 보수적으로 봐도 평균 이상
적정 시가총액 (십억원)	33,661.7	
발행 주식수 (백만주)	87,187	기말 주식수
적정 주가 (원)	390,000	
현재 주가 (원)	288,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요지표												
원/달러	1,112.2	1,122.1	1,157.2	1,182.4	1,204.2	1,270.0	1,230.0	1,230.0	1,180.3	1,143.5	1,233.6	1,200.0
판매량(천톤)												
탄소강 판매량	8,331.0	8,521.0	8,517.0	8,103.0	7,959.6	7,880.0	8,628.6	8,619.9	32,452.0	33,472.0	33,088.1	34,393.7
성장률(% QoQ)	-2.1	2.3	0.0	-4.9	-1.8	-1.0	9.5	-0.1	-4.6	3.1	-1.1	3.9
STS 판매량	481.0	479.0	505.0	518.0	494.6	489.7	536.2	535.7	1,818.0	1,983.0	2,056.2	2,137.4
성장률(% QoQ)	-0.2	-0.4	5.4	2.6	-4.5	-1.0	9.5	-0.1	-7.6	9.1	3.7	3.9
ASP(원/kg)												
탄소강 ASP	762.7	900.7	1,097.3	1,143.7	1,136.8	1,193.8	1,180.5	1,087.0	662.4	975.2	1,148.8	974.4
성장률(% QoQ)	12.3	18.1	21.8	4.2	-0.6	5.0	-1.1	-7.9	-8.2	47.2	17.8	-15.2
STS ASP	2,199.6	2,388.3	2,712.9	3,021.2	3,329.2	3,319.4	3,162.2	3,135.8	2,058.9	2,590.5	3,232.9	3,189.7
성장률(% QoQ)	6.4	8.6	13.6	11.4	10.2	-0.3	-4.7	-0.8	-1.9	25.8	24.8	-1.3
스프레드(원/kg)												
탄소강 스프레드	399.2	472.5	578.6	593.9	552.0	532.0	526.3	533.6	362.4	511.4	535.6	487.5
성장률(% QoQ)	7.5	18.3	22.5	2.6	-7.0	-3.6	-1.1	1.4	-8.9	41.1	4.7	-9.0
STS 스프레드	448.9	593.5	649.5	598.3	609.6	609.9	613.1	613.3	651.8	557.7	578.3	634.0
성장률(% QoQ)	-7.4	32.2	9.4	-7.9	1.9	0.0	0.5	0.0	1.3	-14.4	3.7	9.6
연결 실적(십억원)												
연결 매출												
	16,069	18,292	20,637	21,334	21,338	22,304	20,431	22,132	57,793	76,332	86,205	81,932
철강	13,025	15,076	17,670	17,778	17,790	19,414	20,348	18,186	45,818	63,549	75,739	68,142
별도	7,800	9,277	11,315	11,528	11,272	11,627	12,522	11,645	26,510	39,920	47,066	42,502
해외	5,225	5,799	6,355	6,250	6,519	7,787	7,827	6,541	19,308	23,629	28,673	25,641
철강 외	3,044	3,216	2,967	3,556	3,548	2,890	83	3,946	11,974	12,783	10,466	13,790
매출액 성장률(% YoY)	10.5	33.3	44.7	39.8	32.8	21.9	-1.0	3.7	-10.2	32.1	12.9	-5.0
연결 영업이익												
	1,552	2,201	3,117	2,368	2,258	1,950	2,026	2,193	2,403	9,238	8,427	7,294
철강	1,341	2,048	2,916	2,060	1,643	1,520	1,612	1,818	1,217	8,365	6,592	5,689
별도	1,073	1,608	2,296	1,673	1,199	1,080	1,254	1,480	1,135	6,650	5,013	4,578
해외	268	440	620	387	444	440	358	338	81	1,715	1,579	1,110
철강 외	211	153	201	308	615	430	415	375	1,187	873	1,835	1,606
영업이익률(%)	9.7	12.0	15.1	11.1	10.6	8.7	9.9	9.9	4.2	12.1	9.8	8.9
영업이익 성장률(% YoY)	120.1	1,212.1	367.5	174.3	45.4	-11.4	-35.0	-7.4	-30.8	191.1	-19.2	-8.9
세전이익	1,560	2,398	3,359	2,099	2,464	1,968	2,075	2,066	2,025	9,416	8,574	7,493
당기순이익	1,139	1,807	2,628	1,622	1,907	1,427	1,505	1,498	1,788	7,196	6,336	5,433
지배순이익	1,025	1,664	2,430	1,498	1,712	1,356	1,429	1,423	1,602	6,617	5,920	5,161

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스 (005490)

2022년 하반기 전망 시리즈 12
유틸리티/철강

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	57,792.8	76,332.4	86,205.2	81,932.0	82,527.9
매출액증가율(%)	-10.2	32.1	12.9	-5.0	0.7
매출원가	53,072.4	64,451.2	75,128.0	71,858.7	72,458.0
매출총이익	4,720.4	11,881.1	11,077.2	10,073.3	10,069.9
판매비와관리비	2,317.4	2,643.0	2,650.4	2,779.1	2,850.5
영업이익	2,403.0	9,238.1	8,426.8	7,294.2	7,219.4
영업이익률(%)	4.2	12.1	9.8	8.9	8.7
금융손익	-214.9	-35.1	-175.0	187.8	204.1
종속/관계기업관련손익	133.3	649.6	663.4	671.3	647.2
기타영업외손익	-296.3	-436.5	-341.6	-660.2	-381.0
세전계속사업이익	2,025.1	9,416.1	8,573.7	7,493.2	7,689.8
법인세비용	236.9	2,220.2	2,237.3	2,060.6	2,114.7
당기순이익	1,788.2	7,195.9	6,336.4	5,432.5	5,575.1
지배주주지분 순이익	1,602.2	6,617.2	5,919.6	5,160.9	5,296.3
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	35,830.8	46,621.6	49,120.2	48,874.8	51,524.1
현금및현금성자산	4,754.6	4,775.2	6,301.7	8,521.5	9,330.5
매출채권	7,471.9	9,266.7	9,613.1	8,054.8	8,393.5
재고자산	9,051.8	15,215.1	15,783.8	13,225.1	13,781.3
비유동자산	43,256.2	44,850.0	49,388.3	48,543.4	49,681.0
유형자산	29,400.1	29,596.7	29,910.8	30,594.0	31,744.0
무형자산	4,449.4	4,166.3	3,954.3	3,647.1	3,369.3
투자자산	5,936.8	7,261.1	9,694.6	8,473.6	8,739.0
자산총계	79,087.0	91,471.6	98,508.5	97,418.2	101,205.0
유동부채	16,855.0	21,083.6	23,010.1	20,179.1	19,923.3
매입채무	3,755.5	5,468.2	5,672.5	4,753.0	4,952.9
단기차입금	5,194.4	5,110.4	6,017.7	5,416.0	4,874.4
유동성장기부채	3,483.1	3,719.6	4,280.8	4,112.2	3,950.1
비유동부채	14,557.4	15,583.1	15,271.1	12,868.7	12,625.6
사채	8,469.7	9,082.3	8,968.4	7,264.4	7,264.4
장기차입금	3,350.3	3,828.8	3,534.0	3,180.6	2,862.5
부채총계	31,412.4	36,666.7	38,281.2	33,047.7	32,548.9
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,310.6	1,388.0	1,397.1	1,397.1	1,397.1
기타포괄이익누계액	-1,392.9	-678.9	-234.2	-234.2	-234.2
이익잉여금	46,111.5	51,532.9	55,638.9	59,510.3	63,517.2
비지배주주지분	3,343.2	4,377.6	5,389.7	5,661.3	5,940.1
자본총계	47,674.6	54,804.9	60,227.3	64,370.4	68,656.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	8,685.7	6,259.4	6,500.0	10,688.9	8,083.9
당기순이익(손실)	1,788.2	7,195.9	6,336.4	5,432.5	5,575.1
유형자산감가상각비	3,156.2	3,135.4	3,175.6	3,252.7	3,376.3
무형자산상각비	465.6	444.1	354.8	307.2	277.8
운전자본의 증감	2,803.6	-7,070.6	-2,511.3	2,352.9	-511.4
투자활동 현금흐름	-6,259.3	-5,583.5	-4,841.2	-4,285.6	-4,961.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,196.9	-3,079.7	-3,422.6	-3,935.9	-4,526.3
투자자산의 감소(증가)	242.6	-674.7	-1,770.1	1,892.4	381.8
재무활동 현금흐름	-1,090.9	-768.7	-160.7	-4,183.4	-2,313.3
차입금증감	306.2	1,118.5	1,091.3	-2,879.2	-1,010.5
자본의증가	-65.7	77.4	9.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,240.3	20.1	1,526.0	2,219.8	809.0
기초현금	3,515.3	4,755.6	4,775.7	6,301.7	8,521.5
기말현금	4,755.6	4,775.7	6,301.7	8,521.5	9,330.5
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	662,862	875,503	988,741	939,729	946,564
EPS(지배주주)	18,376	75,897	67,896	59,194	60,747
CFPS	74,793	152,444	132,260	117,118	119,870
EBITDAPS	69,102	147,012	137,144	124,493	124,716
BPS	508,464	578,383	628,967	673,372	719,329
DPS	8,000	17,000	17,000	17,000	17,000
배당수익률(%)	2.9	6.2	5.9	5.9	5.9
Valuation(Multiple)					
PER	14.8	3.6	4.2	4.9	4.7
PCR	3.6	1.8	2.2	2.5	2.4
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	6,024.8	12,817.5	11,957.2	10,854.1	10,873.6
EV/EBITDA	5.3	2.5	2.9	2.5	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.6	14.0	11.2	9.1	8.7
EBITDA이익률	10.4	16.8	13.9	13.2	13.2
부채비율	65.9	66.9	63.6	51.3	47.4
금융비용부담률	1.1	0.6	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	3.8	21.0	19.3	17.7	19.6
매출채권회전율(x)	7.3	9.1	9.1	9.3	10.0
재고자산회전율(x)	5.8	6.3	5.6	5.6	6.1

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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

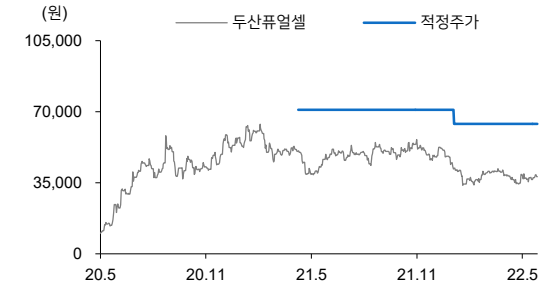
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

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	-37.3	-30.5	
2022.02.11	기업브리프	Buy	86,000	문경원	-	-	

두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

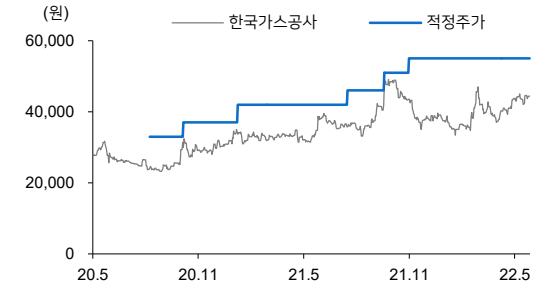
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.04.21	산업분석	Buy	71,000	문경원	-31.4	-20.8	
2022.01.12	기업브리프	Buy	64,000	문경원	-	-	



한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

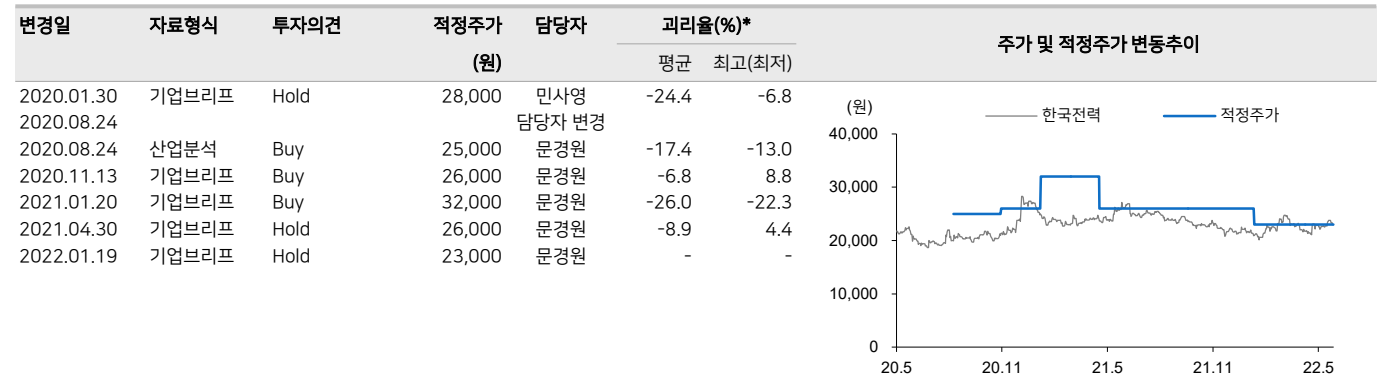
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.01.30	기업브리프	Buy	46,000	민사영	-41.8	-26.7	
2020.08.24				담당자 변경			
2020.08.24	산업분석	Buy	33,000	문경원	-25.0	-4.7	
2020.10.20	기업브리프	Buy	37,000	문경원	-18.3	-5.4	
2021.01.21	기업브리프	Buy	42,000	문경원	-18.8	-5.8	
2021.07.27	기업브리프	Buy	46,000	문경원	-19.7	-7.9	
2021.09.28	기업브리프	Buy	51,000	문경원	-9.1	-3.7	
2021.11.09	산업분석	Buy	55,000	문경원	-	-	



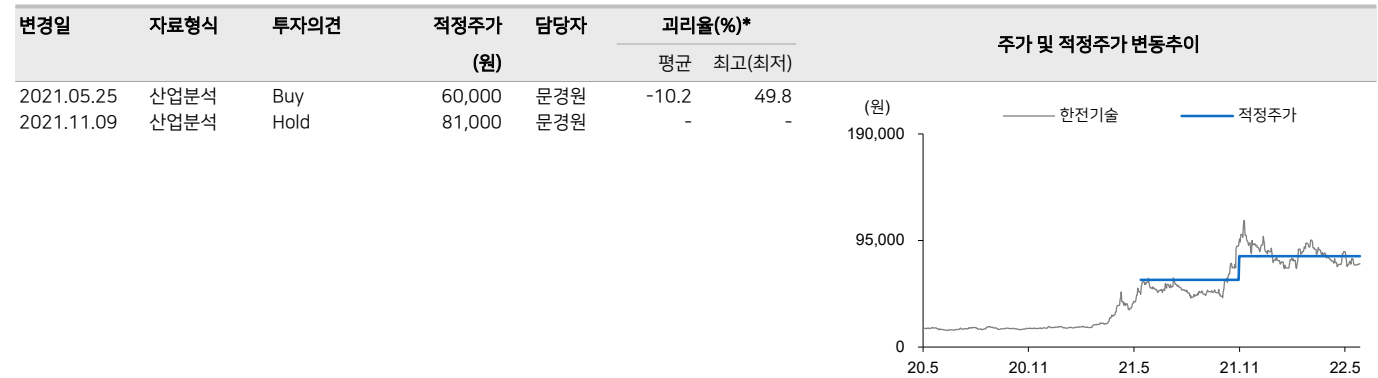
한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



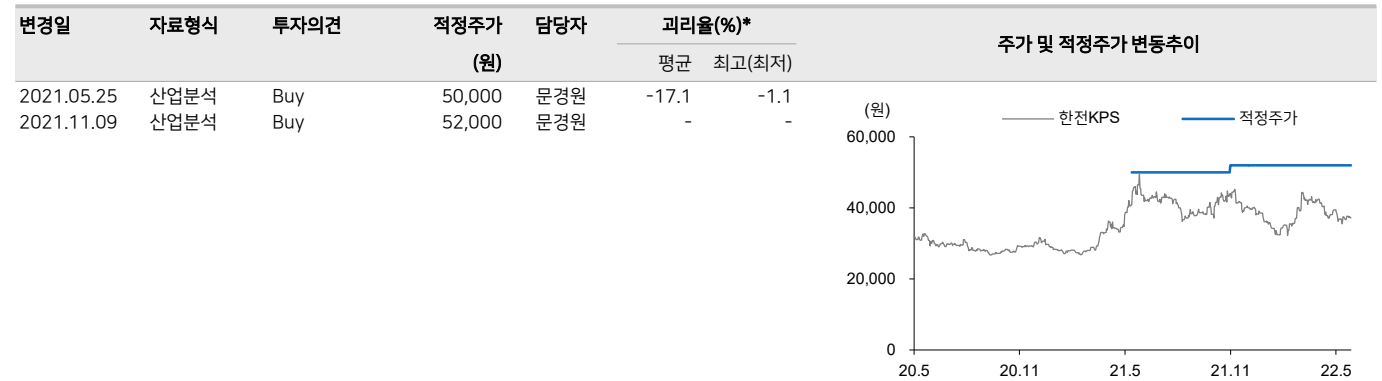
한전기술 (052690) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



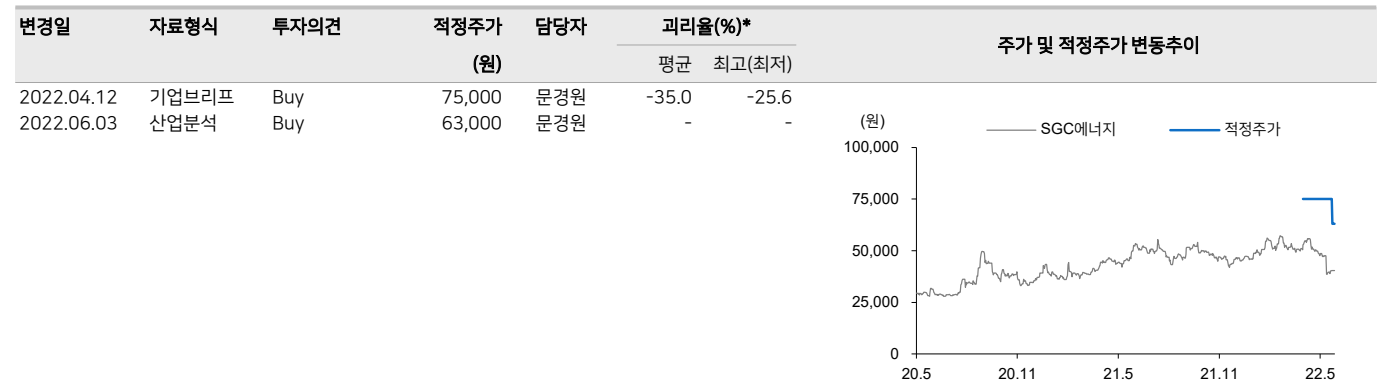
한전KPS (051600) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



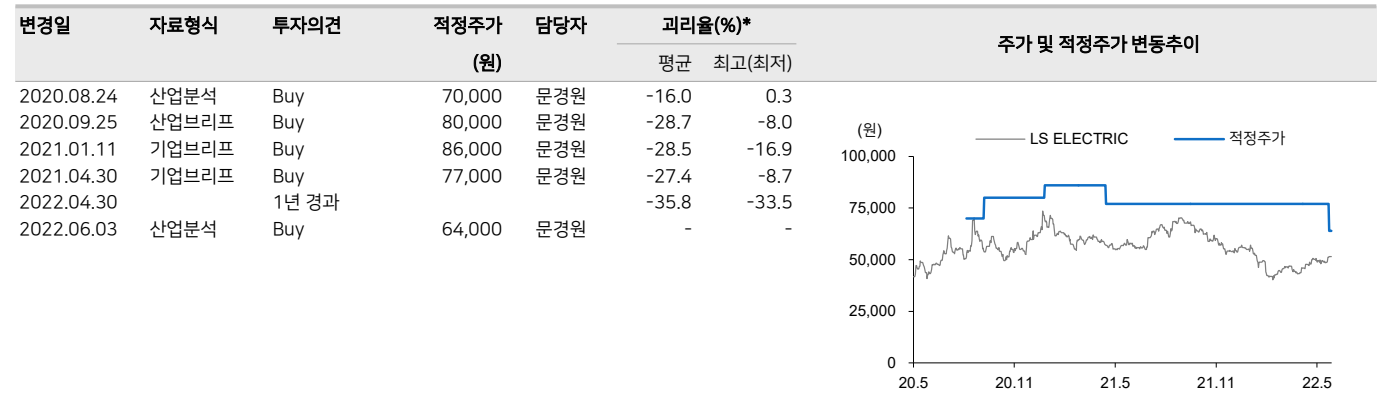
SGC에너지 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



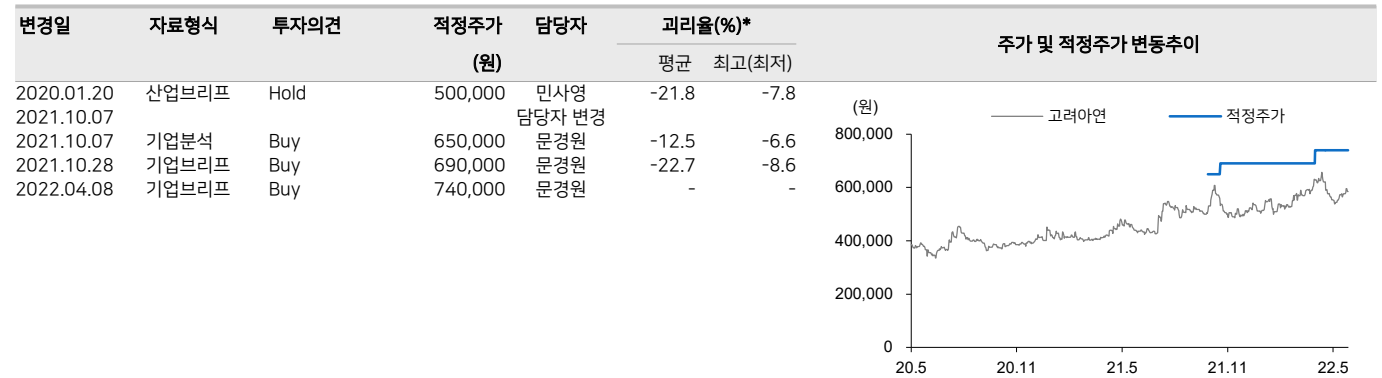
LS ELECTRIC (010120) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



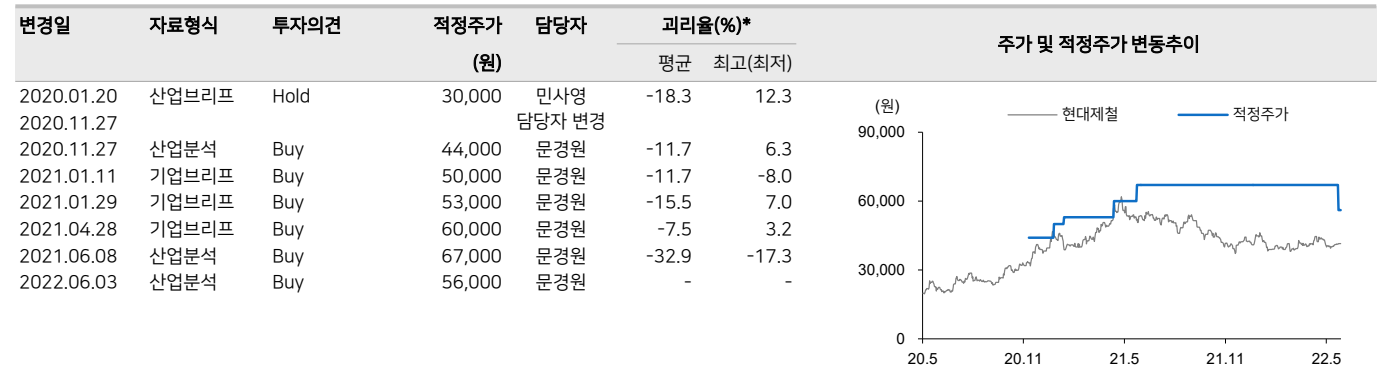
고려아연 (010130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



POSCO홀딩스 (005490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

