

총력전

이 보고서는 요약본입니다

총력전



유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

유틸리티/건설 **Overweight/Neutral**

Top Picks	투자판단	적정주가
두산에너지빌리티 (034020)	Buy	26,000원
SK가스 (018670)	Buy	220,000원
관심종목	투자판단	적정주가
두산퓨얼셀 (336260)	Buy	32,000원
SK오션플랜트 (100090)	Buy	22,000원
삼성E&A (028050)	Buy	35,000원

Contents

Part I	2024년 상반기 Review	07
Part II	에너지: 총력전	19
Part III	유틸리티: 난세에서 영웅이 나타난다	37
Part IV	건설: PF 119	51

기업분석	두산에너지 (034020)	66
	SK가스 (018670)	70
	두산퓨얼셀 (336260)	73
	SK오션플랜트 (100090)	76
	한국전력 (015760)	79
	삼성E&A (028050)	82

Summary

총력전

유틸리티 Overweight / 건설 Neutral

I 2024년 상반기 Review

- 2024년 상반기 원전, ESS, 유틸리티 등이 시장을 Outperform
- 풍력, 건설 등은 실적 부진으로 전체 시장을 Underperform.
한국전력은 1Q24 어닝쇼크로 상승폭을 상당 부분 되돌림
- 2024년부터 AI의 전력 소모가 산업계의 큰 화두로 부각. 탈석탄과 동시에 전력 수요 급증에 대응하려면 모든 전력 밸류체인에 주목할 필요가 있음
- Top-pick은 두산에너지빌리티와 SK가스

II 에너지: 총력전

- 전력 밸류체인 내 선호도는 원전 > ESS > 수소 > 재생에너지(풍력)
- 원전은 체코 우협 선정(7월), 두산에너지 SMR 수주(4Q) 모두 거대한 모멘텀.
두산에너지빌리티 Top-pick 이지만 한전기술도 동반 주목
- ESS는 실적 개선 이어질 예정이나 단기간 급등한 주가는 부담
- 수소가 복병으로 작용할 수 있음. 국내 바닥 찍었고 미국은 하반기가 분기점
- 재생에너지는 2025년 이후 기대감은 좋으나 당장 실적이 걱정.
실적, 수주 모두 저점이 확인된 SK오션플랜트 위주로 대응

III 유틸리티: 난세에서 영웅이 나타난다

- 한국전력의 1Q24 어닝 쇼크는 숨겨진 비용이 생각보다 많을 수 있음을 시사.
전력 요금 인상이 생각보다 더 많이 이뤄져야 하지만 9월 말까지는 기다려야 함
- 한국가스공사, 지역난방공사를 한전 대비 선호. 1)가스, 열 요금 6월 말 인상 기대감
유효. 2)유익미한 배당 가능. 특히 지역난방공사는 두 자릿수 배당수익률도 가능
- 한국전력의 반대편에 서 있는 민자 LNG 발전사들에 주목. 낮은 가스 현물 가격,
부가전산금 확대 덕분에 실적이 구조적으로 개선되는 구간
- LNG 발전 이익 비중이 4Q24부터 절반 이상을 차지할 SK가스가 Top-pick

IV 건설: PF 119

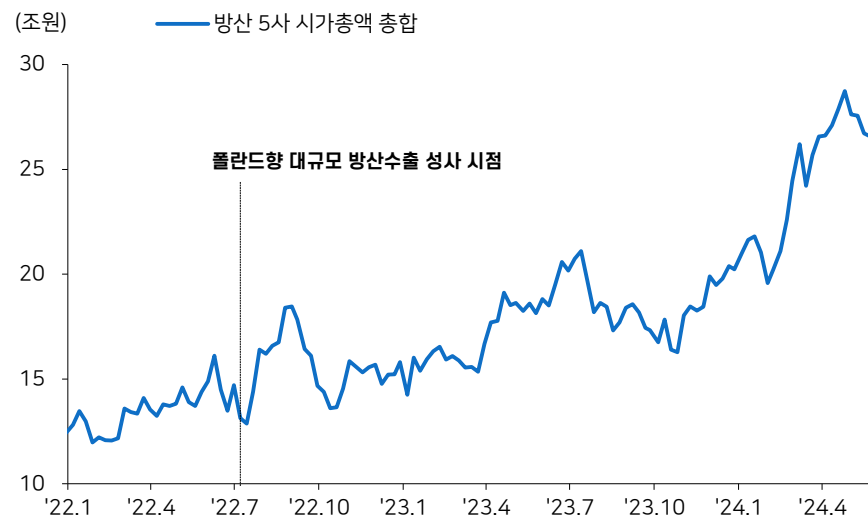
- PF 정상화 방안 이후 9월부터 PF 우발부채 현실화 예상. 규모가 크진 않겠으나
일단 시작된다면 우발채무 비중 높은 회사 중심으로 주가 하락 나타날 수 있음
- 연말로 갈수록 준공 후 미분양 물량이 증가함에 따라 4Q24 실적에 상각비용
부담이 커질 전망. 주택 건설주 비중 확대는 시기 상조
- 삼성E&A는 비화공 수주 감소 우려로 인해 견조한 실적, 풍부한 파이프라인 대비
저평가. 지금 주가는 비화공 우려 감안해도 매력적. 하반기 화공 수주를 믿고
점진적인 비중 확대 필요

방산의 폴란드는 원전의 체코

체코는 프로젝트 하나 이상의 의미

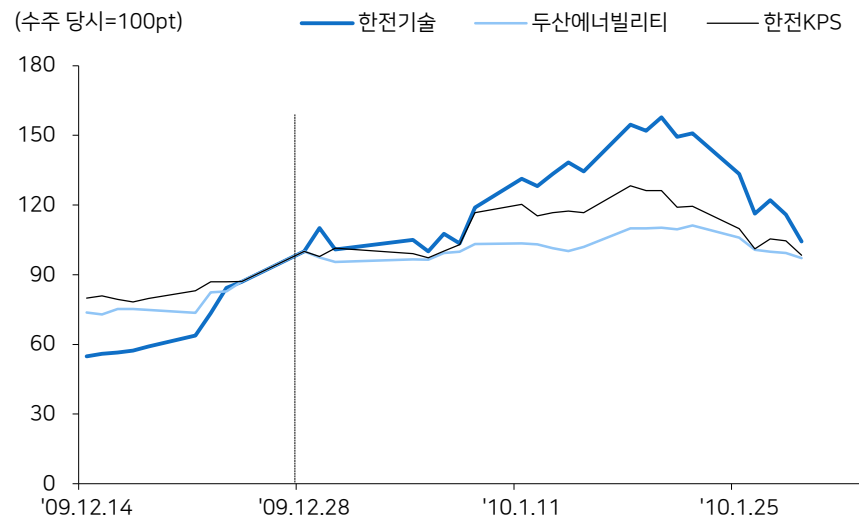
- 체코 프로젝트 우협 선정 성공 시 본계약으로 직결, 15년 만의 원전 수출이 될 전망. 그동안 원전 산업은 수주에 대한 기대감은 있었으나 실질적인 수주는 없었는데, 실제로 수주로 직결되는 이벤트라는 점에서 큰 의미가 있음
- 2022년 7월 폴란드 수주 이후 연속적인 수주를 통해 주요 방산 회사들의 주가가 크게 상승했듯, 체코 역시 원전 사업에서 중요한 분기점이 될 전망
- 두산에너지빌리티 뿐만 아니라 한전기술도 주목 필요. 대형 원전에 대한 민감도가 매우 높은 종목

폴란드 수주 이후 방산 5사의 시가총액 추이



주: 방산 5사는 현대로템, LIG넥스원, 한국항공우주, 한화시스템, 한화에어로스페이스
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

UAE 원전 수주 직후 1개월 간의 주가 흐름



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

지나치게 저평가된 국내 ESS 밸류체인

국내 ESS, 재생에너지 보다도 낮은 밸류에이션

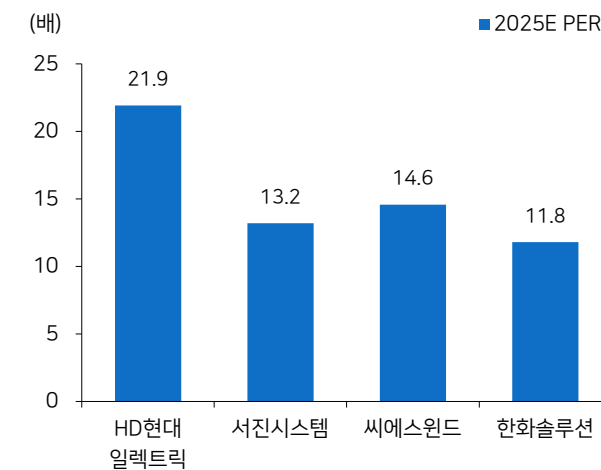
- 국내 ESS 밸류체인은 사실상 서진시스템이 유일. 다른 종목도 있으나 메인 시장인 미국 유틸리티용 ESS 시장에 직접적인 노출도는 없음
- 서진시스템은 4Q23, 1Q24 어닝 서프라이즈를 기록했으며, 2Q24까지도 실적 호조를 예상
- 현재 2025년 기준 PER은 약 13배로 다른 전력기기, 재생에너지 밸류체인 대비해서 낮은 수준. ESS 시장의 차별화된 성장성을 감안한다면 다소 의아한 수준
- CB 전환 당시 부여한 풋옵션 행사가격이 32,000원임을 감안한다면 단기적으로 오버행 리스크가 우려될 수 있는 상황이지만 중장기 우상향 방향성은 명확

서진시스템 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E
매출	189.0	171.1	159.6	243.3	325.7	349.8	300.6	345.1	548.3	736.0	763.0	1,321.1
매출 성장률(% YoY)	51.8	-2.7	-24.0	7.8	72.3	104.4	88.3	41.8	100.7	34.2	3.7	73.1
ESS 장비	61.9	42.4	40.5	129.6	200.2	215.2	139.1	190.6	130.5	189.8	274.4	745.0
전기차&배터리	22.5	27.4	21.4	33.5	30.7	37.0	47.1	50.3	0.0	47.7	104.8	165.1
반도체 장비	37.4	40.4	28.9	32.8	33.4	38.4	43.3	49.2	70.9	144.4	139.4	164.2
통신 장비	42.0	34.2	35.8	26.6	29.1	31.1	36.5	33.2	139.0	228.6	138.5	129.9
생활가전&기타	25.3	26.8	33.0	20.7	32.3	28.1	34.7	21.8	207.9	125.5	105.8	116.8
영업이익	8.7	-17.4	3.1	54.5	43.3	49.0	33.1	44.9	58.0	44.4	49.0	170.2
영업이익률(%)	4.6	-10.2	2.0	21.1	13.3	14.0	11.0	13.0	10.6	6.0	6.4	12.9

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 vs 전력 밸류체인 12개월 선행 PER 비교



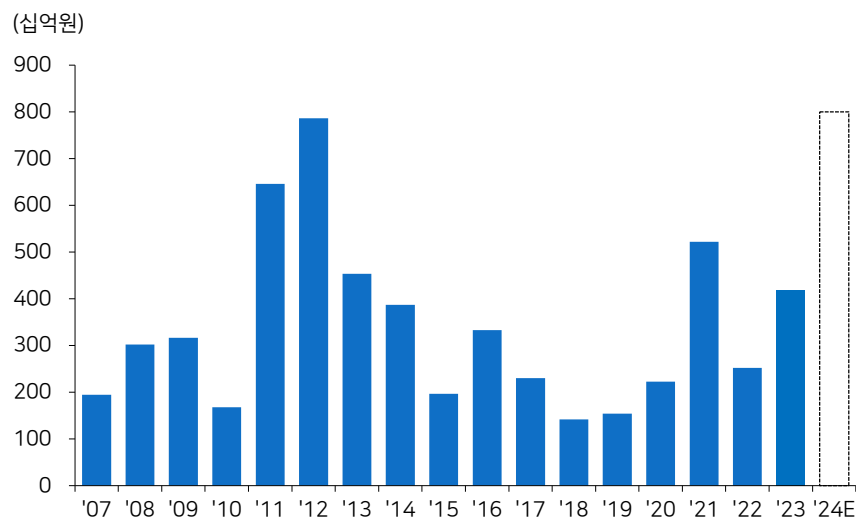
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

국내에서는 가스복합 밸류체인에도 주목

국내에서는 가스 복합이
현실적인 투자 대안일 수 있음

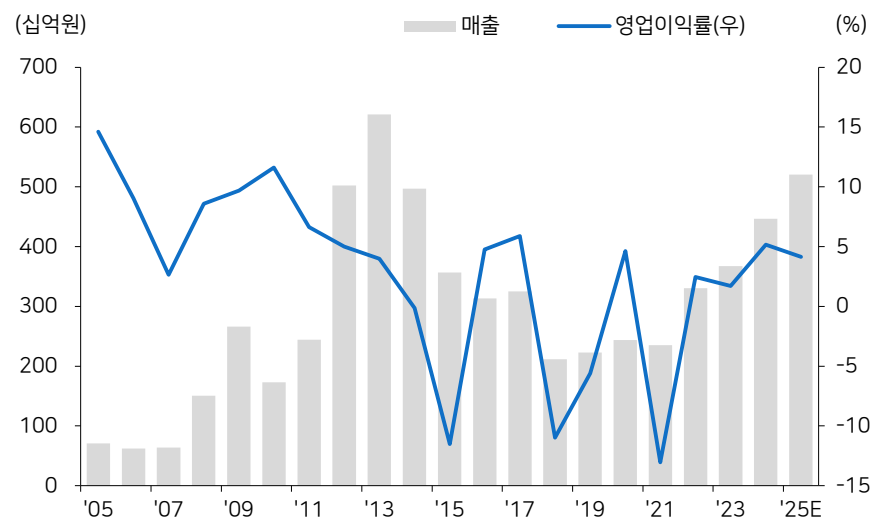
- BHI는 HRSG(가스복합), 보일러(석탄, 제철 등), 원전 보조기기 등을 제작하는 업체
- 2024년 수주는 국내 복합 수주 3~4건과 하반기 신한울 3,4호기까지 기대. 일본까지 수주에 성공한다면 (1,000억원 초반대 *2) 8,000억원 충분히 달성 가능.
- 과거 주가는 수주 규모와 동행해왔으며, 2011~2012년 전성기 당시 고점이 14,000~16,000원 사이에서 형성된 점을 감안하면 주가 측면에서의 업사이드 충분
- 중동을 비롯한 아시아에서 가스복합에 대한 수요는 지속 성장 중

비에이치아이 수주 추이 및 전망



주: 수주잔고 증감과 매출액을 반영하여 당사가 계산
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

비에이치아이 실적 추이 및 전망



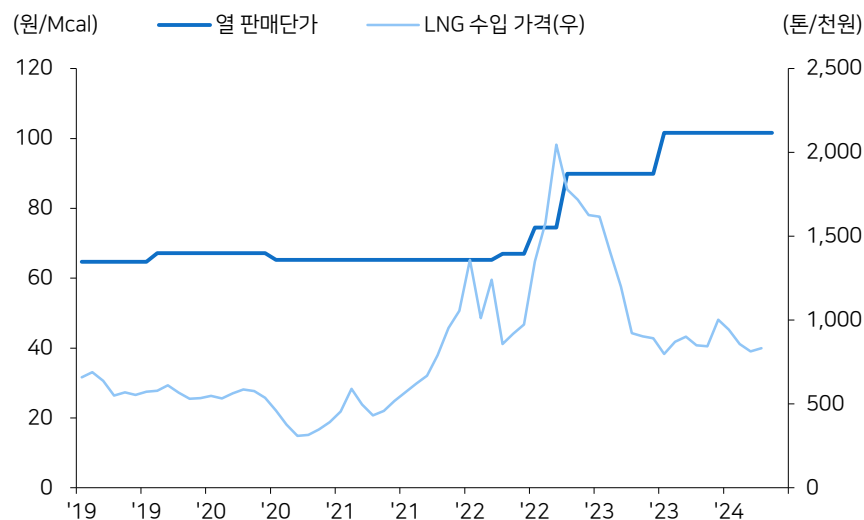
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

지역난방공사: 아직도 남은 Upside

지역난방공사는 배당 재개 시 Upside 큰 종목

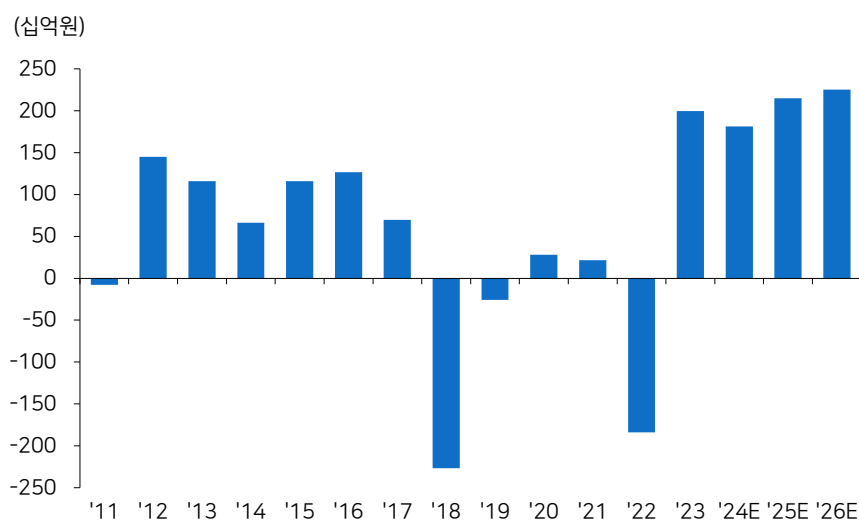
- 유틸리티 종목 중 실적, 배당 가시성 측면에서 차별화되는 지역난방공사에 주목
 - 1) 미수금 회계 처리 적용으로 요금, 원자재 가격에 상관없이 안정적인 손익 전망
 - 2) 충분한 열 요금 인상이 없어 여전히 미수금이 쌓이고 있긴 하지만 현금 흐름은 개선 중 → 배당 여력 존재
 - 3) 2024년 7월 민수용 가스 요금 인상 시 열 요금 동반 인상으로 미수금 하락세 전환 예상
- 현재 컨센서스 1,812억원의 순이익에 배당 성향 40% 적용 시 720억원 배당. 2022년의 미수금이 2024년 반영되는 점, 비규제 부문인 전기 사업의 이익 개선 감안 시 이익 컨센서스 상향 가능성도 높음

열 판매단가 - LNG수입단가 비교



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

지역난방공사 순이익 추이 및 컨센서스



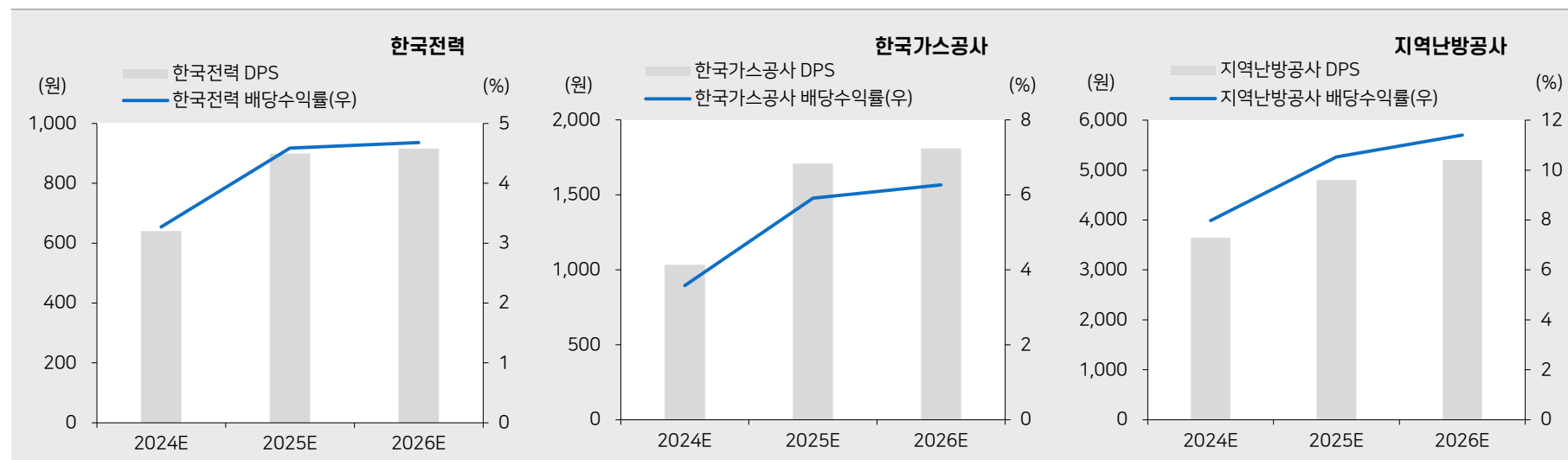
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

선호도: 지역난방공사>한국가스공사>한국전력

배당이 유력하고, 여력이 큰
지역난방공사를 가장 선호

- 유틸리티 종목 내 선호도는 지역난방공사, 한국가스공사, 한국전력 순서이며, 이는 배당 매력도와 일치
- 또한 가스 요금, 열 요금의 인상 가시성이 전기 요금보다 높음
- 지역난방공사는 컨센서스 DPS가 3,643억원으로 배당수익률 8% 내외이지만 더 확대될 여력도 있음
- 한국가스공사는 환 차손으로 인해 배당 여력이 많이 약화되었으나 이라크 아카스 가스전 매각과 우즈벡 수르길에서의 배당 수익으로 이를 상당 부분 상쇄할 전망. 1,600원의 DPS, 약 6% 배당 수익률 가능
- 한국전력은 전기 요금 인상이 없다면 유의미한 배당은 어려움. 전기 요금 인상은 9월 혹은 12월 기대

예상 DPS & 배당수익률(컨센서스)



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

SK가스, E1, HDC 등은 LNG 발전 신사업 2024년 개시

LNG 발전 이익 비중이 가장 높은 SK가스

- 과거 주식 시장에는 상장된 민자 LNG발전사가 없었기 때문에 업황이 개선되더라도 투자하기가 어려웠음
- 그러나 2022년 포스코인터내셔널-포스코에너지 간 합병이 이뤄지고, 2024년부터 SK가스, HDC, E1 등이 LNG 발전 신사업을 시작하면서 투자 옵션이 생겨나고 있음
- 특히 SK가스는 1)이들 기업 중 LNG 발전의 예상 이익 비중이 가장 높고, 2)가시적인 배당 정책(현금 배당성향 25% + α)을 제시했으며, 3)수소, ESS 등 중장기 성장 방향이 뚜렷하다는 점에서 주목 필요
- 지역난방공사 역시 앞서 언급한 열 부문에서의 정상화에 더해 전력 부문도 매력적. 전력은 비규제 부문으로서 업황 개선 시 회계적 이익이 증가

상장 회사들의 LNG 발전 사업 현황

회사명	시가총액 (십억원, 5/24기준)	가스 발전 영업이익 비중	사업 내용
SK가스	1,581	2025년 예상 약 50%	10년 간 투자 끝에 LNG-LPG Dual 복합 발전소 울산GPS(직도입, 1.2GW, 지분율 99.5%)를 2024년 9월부터 상업 운전. 회사는 2025년 5,000억원의 세전이익 가이드스 중 2,300억원을 울산GPS에서 달성할 것으로 전망
HDC	480	2025년 예상 약 40%	2024년 7월부터 LNG복합발전소 통영에코파워(직도입, 1GW, 지분율 60.5%) 상업 운전 시작. HDC의 나머지 이익은 대부분 HDC현대산업개발과 아이파크몰에서 발생
지역난방공사	548	2024년 예상 약 25%	파주, 화성 등지에서 열병합 발전소 운영(총 발전용량 2,485MW). 발전 원가가 높은 편으로써 급전 순위에 후순위에 위치
E1	495	2025년 예상 약 20%	LNG 복합 발전소 평택에너지서비스를 포함한 발전소 3곳(하나파워패키지)를 인수 예정. 세 발전소의 합산 EBITDA는 2023년 기준 약 1,500억원. 전체 인수대금은 약 1조원. 절반 이상의 지분율 가져갈 전망. 우선협 선정됐으며 상반기 내 마무리 예정
포스코인터내셔널	7,899	2025년 예상 약 25%	인천 3~9호기 LNG 발전소를 통해 3.4GW의 LNG 발전소 CAPA 보유. 3,4호기(900MW)는 직도입
SK	10,892	2023년 약 25%	광양 가스복합 1,2호기(1GW), 파주문산 가스복합(1.8GW), 여주 가스복합(1.0GW), 위례열병합(450MW), 하남 열병합(400MW) 보유
GS	3,986	2023년 약 15~20%	GS EPS는 당진LNG복합 1~4호기(2.4GW) 보유. 바이오매스 1~2호기(200MW) 보유. GS파워는 안양 2-1, 2-2, 부천 열병합 발전소서 총 1.2GW의 LNG 복합 발전 CAPA 보유

자료: 메리츠증권 리서치센터

유틸리티/건설

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
두산에너지빌리티 (036460)	Buy	26,000원
SK가스 (018670)	Buy	220,000원
두산퓨얼셀 (336260)	Buy	32,000원
SK오션플랜트 (100090)	Buy	22,000원
한국전력 (015760)	Buy	27,000원
삼성E&A (028050)	Buy	35,000원

두산에너지 (034020) 근거 있는 기대감

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

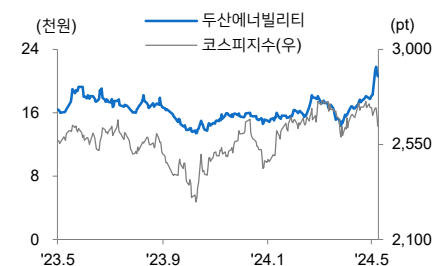
적정주가 (12개월)	26,000원
현재주가 (5. 30)	20,600원
상승여력	26.2%

KOSPI	2,635.44pt
시가총액	131,956억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	67.01%
외국인비중	21.45%
52주 최고/최저가	21,800원/13,420원
평균거래대금	1,283.5억원

주요주주(%)	
두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.6	30.4	28.3
상대주가	25.3	25.4	25.8

주가그래프



강력한 내러티브와 개연성이 만들어내고 있는 Re-rating

- 언론을 통해 보도된 미국 데이터센터(Standard Power)향 프로젝트는 현재 수주 시기, 규모가 모두 미확정. 다만 파이프라인의 가치만으로 주가는 상승
- 현재 NRC 인허가를 받은 SMR 모델이 Nuscale VOYGR 밖에 없다는 점, Nuscale은 주기기 제작에 있어 동사에 의존하고 있다는 점 감안 시 동사가 SMR에 대한 가장 직접적인 투자 옵션
- 구체화되고 있는 루마니아 프로젝트를 감안했을 때 단순한 기대감을 넘어 2024년 하반기 내 실제 SMR 수주도 가능. 2024년 수주 가이드스 6.3조원 중 SMR이 4천억원 포함되어있음

체코 기대감도 현실적

- 체코 현지 언론에서 한수원의 수주 가능성이 유력하다고 보도하는 등 수주 가능성을 긍정적으로 바라볼 수 있는 근거가 늘어나고 있음. 근본적인 이유는 한국의 기자재, EPC 경쟁력
- 방산 산업에서 폴란드 수주(2022년 7월) 이후 본격적인 상승 랠리가 시작됐듯, 체코 역시 15년만의 원전 수주로서 추후 파이프라인에 대한 기대감을 올려줄 수 있는 분기점이 될 전망

기대감이 현실로 확인될 하반기

- 투자의견 Buy를 유지. 2027년 예상 이익 상향을 반영하여 적정주가를 26,000원으로 8.3% 상향 조정

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	15,421.1	1,106.1	-772.5	-1,247	적전	11,144	-12.4	1.4	10.5	-11.7	128.7
2023	17,589.9	1,467.3	55.6	87	흑전	11,111	183.0	1.4	8.4	0.8	127.3
2024E	17,124.8	1,328.5	496.0	774	66.7	12,026	26.6	1.7	10.8	6.7	122.9
2025E	18,210.3	1,457.3	587.0	916	14.1	12,943	22.5	1.6	9.8	7.3	114.2
2026E	19,687.3	1,723.0	749.7	1,170	21.0	14,113	17.6	1.5	8.2	8.7	105.1

두산에너지실적 실적 전망

유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E
주요 가정													
환율(원/달러)	1,275.5	1,317.8	1,312.9	1,320.1	1,329.2	1,370.0	1,335.0	1,340.0	1,143.5	1,289.1	1,306.6	1,343.6	1,322.5
에너지비율 수주	4,304.9	859.1	710.1	3,011.9	633.6	1,600.0	1,300.0	2,300.0	7,323.9	7,584.2	8,886.0	5,833.6	12,062.8
실적 전망													
매출	4,041.0	4,539.4	4,155.0	4,854.5	4,097.9	4,510.7	3,962.9	4,553.3	10,990.9	15,421.1	17,589.9	17,124.7	18,210.3
에너지비율	1,662.9	1,806.2	1,769.6	2,413.2	1,700.1	1,853.8	1,486.5	2,027.5	5,601.3	6,558.0	7,651.9	7,067.9	7,446.7
두산밥캣	2,405.1	2,672.1	2,366.0	2,315.6	2,394.6	2,608.3	2,381.5	2,369.5	3,307.8	8,621.9	9,758.9	9,745.1	10,049.0
두산퓨얼셀	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	56.9	108.4	166.4	309.4	312.2	260.9	363.4	766.6
기타 및 조정	-76.9	11.9	-26.3	9.5	-28.5	-8.4	-13.4	-10.2	-2,324.1	-71.0	-81.8	-60.5	-52.0
매출 성장률(% YoY)	31.6	20.5	4.9	5.0	1.4	-0.6	-4.6	-6.2	19.8	40.3	14.1	-2.6	6.3
영업이익	364.6	494.7	311.4	296.7	358.1	426.2	187.6	356.7	869.4	1,106.1	1,467.3	1,328.5	1,457.3
에너지비율	85.3	33.4	56.7	49.7	74.1	96.6	-35.6	112.4	262.2	167.3	225.1	247.4	293.8
두산밥캣	369.7	466.6	297.6	256.1	326.0	332.4	264.3	238.3	284.0	1,071.6	1,389.9	1,149.1	1,186.8
두산퓨얼셀	3.2	0.5	0.7	-2.7	1.7	3.1	3.4	12.5	17.7	7.2	1.7	20.7	79.1
기타 및 조정	-93.6	-5.8	-43.6	-6.4	-43.6	-5.9	-44.4	-6.5	305.5	-140.0	-149.3	-88.6	-102.5
영업이익률(%)	9.0	10.9	7.5	6.1	8.7	9.4	4.7	7.8	7.9	7.2	8.3	7.8	8.0
영업이익 증가율(% YoY)	89.7	50.9	-1.0	9.2	-1.8	-13.8	-39.7	20.2	흑전	27.2	32.7	-9.5	9.7
금융손익	-58.0	-54.1	-76.4	-79.4	-14.7	-132.3	22.1	-55.6	-280.0	-477.6	-268.0	-180.4	-115.5
기타손익	-40.3	-40.8	-14.2	-327.0	18.9	11.1	13.2	16.0	-45.5	-584.5	-422.2	59.1	55.2
종속, 지배, 관계기업 손익	21.3	15.3	-23.8	-51.5	6.5	-4.4	-4.4	-5.1	20.1	-230.5	-38.7	-7.3	-37.8
중단손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	23.6	-130.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	287.6	415.1	197.0	-161.2	368.8	300.6	218.5	311.9	563.9	-186.5	738.5	1,199.9	1,359.1
법인세비용	116.9	152.3	76.6	-124.9	107.8	82.7	60.1	85.8	94.6	147.0	221.0	336.3	373.8
법인세율(%)	40.6	36.7	38.9	77.5	29.2	27.5	27.5	27.5	16.8	-78.8	29.9	28.0	27.5
당기순이익	170.7	262.8	120.4	-36.3	261.1	217.9	158.4	226.2	645.8	-453.1	517.5	863.6	985.4
순이익률(%)	4.2	5.8	2.9	-0.7	6.4	4.8	4.0	5.0	5.9	-2.9	2.9	5.0	5.4
지배순이익	69.5	107.4	21.7	-143.1	144.2	134.8	68.6	148.5	495.3	-772.5	55.6	496.0	587.0

자료: 두산에너지, 메리츠증권 리서치센터

수주 확인 시 Re-rating 기대

- 두산에너지빌리티의 적정주가를 26,000원으로 8.3% 상향. SMR 수주 가정치 상향, 자회사 지분의 가치 상승 등을 반영. 대형 원전은 체코, UAE 등을 반영
- 본격적인 실적 개선은 2026년부터 가능, 2027년이 되어서야 체코, SMR 등의 실적 기여도가 본궤도에 올라올 전망. 현재로서는 2027년 실적 개선을 가져다줄 수 있는 수주의 확인이 중요
- 빅테크들의 SMR 투자 가시화, 대형 원전 파이프라인 확대가 관찰된다면 추후 실적 전망치와 멀티플 상향 조정이 가능

두산에너지빌리티 적정주가 계산

(십억원)

에너지빌리티 부문 (A)	EBITDA	멀티플 (배)	자산 가치	비고
	988.8	16.6	16,454.0	2027년 EBITDA에 원전 확장 시기인 '09~'10년 평균 멀티플(아웃라이어 제외) 20.7배에 20% 기간 할인 적용
자회사 지분 (B)	적정가치	지분율 (%)	자산 가치	비고
두산밥캣	5,704.2	46.1	1,315.1	시가총액 × 지분율 × 50%
두산퓨얼셀	2,075.4	30.3	314.4	당사 추정 적정가치 × 지분율 × 50%
두산건설, 큐백스			489.7	장부가에 할인을 40% 추가 적용
자회사 가치 합산			2,119.2	
기업 가치 (A+B)			18,573.2	
순차입금 (C)			1,993.2	에너지빌리티 부문 1Q24 말 기준 순차입금
적정 시가총액 (A+B-C)			16,580.0	
적정주가 (원)			26,000	
현재주가 (원)			20,600	
상승여력 (%)			26.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너지(034020)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	15,421.1	17,589.9	17,124.8	18,210.3	19,687.3
매출액증가율(%)	40.3	14.1	-2.6	6.3	8.1
매출원가	12,865.2	14,572.9	14,242.5	15,120.6	16,182.2
매출총이익	2,555.9	3,017.0	2,882.2	3,089.7	3,505.1
판매비와관리비	1,449.8	1,549.7	1,553.7	1,632.5	1,782.2
영업이익	1,106.1	1,467.3	1,328.5	1,457.3	1,723.0
영업이익률(%)	7.2	8.3	7.8	8.0	8.8
금융손익	-477.6	-268.0	-180.4	-115.5	-105.5
중속/관계기업관련손익	-230.5	-38.7	-7.3	-37.8	-28.2
기타영업외손익	-584.5	-422.2	59.1	55.2	55.6
세전계속사업이익	-186.5	738.5	1,199.9	1,359.1	1,644.9
법인세비용	147.0	221.0	336.3	373.8	452.3
당기순이익	-453.2	517.5	863.6	985.4	1,192.5
지배주주지분 순이익	-772.5	55.6	496.0	587.0	749.7
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,098.9	9,641.6	10,976.8	11,931.5	13,014.2
현금및현금성자산	1,395.8	2,620.2	3,249.4	3,717.8	4,104.0
매출채권	1,619.6	1,333.4	1,596.2	1,695.0	1,835.4
재고자산	2,459.0	2,539.0	2,958.2	3,141.2	3,401.3
비유동자산	14,950.9	14,999.3	15,443.1	15,574.2	15,763.7
유형자산	5,022.2	5,225.2	5,322.6	5,391.6	5,468.5
무형자산	7,772.7	7,893.0	8,041.0	7,989.1	7,938.1
투자자산	1,142.7	1,014.6	973.8	1,087.9	1,251.4
자산총계	23,049.8	24,640.8	26,419.9	27,505.8	28,778.0
유동부채	8,059.5	9,596.8	9,918.2	10,267.2	10,726.2
매입채무	2,518.7	2,434.1	2,434.5	2,585.2	2,799.3
단기차입금	1,433.6	1,186.6	1,281.6	1,153.5	934.3
유동성장기부채	771.0	1,576.4	924.7	924.7	924.7
비유동부채	4,910.0	4,202.6	4,646.8	4,398.3	4,019.0
사채	356.4	493.9	583.7	526.8	500.4
장기차입금	2,350.9	1,457.8	1,683.4	1,371.2	846.7
부채총계	12,969.5	13,799.3	14,565.0	14,665.5	14,745.2
자본금	3,256.1	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	2,870.1	1,712.8	1,563.5	1,563.5	1,563.5
기타포괄이익누계액	882.7	906.7	991.0	991.0	991.0
이익잉여금	58.8	1,184.5	1,831.7	2,418.7	3,168.4
비지배주주지분	2,967.0	3,724.1	4,151.3	4,549.7	4,992.5
자본총계	10,080.3	10,841.5	11,854.9	12,840.3	14,032.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	625.1	2,070.6	1,362.6	1,523.2	1,793.7
당기순이익(손실)	-453.2	517.5	863.6	985.4	1,192.5
유형자산감가상각비	314.8	322.5	349.0	365.8	379.5
무형자산상각비	156.6	144.1	73.7	51.9	51.0
운전자본의 증감	-746.7	644.6	4.5	120.1	170.7
투자활동 현금흐름	-71.1	-816.6	-469.1	-571.9	-658.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-348.7	-395.6	-414.1	-434.8	-456.5
투자자산의 감소(증가)	-5.8	61.6	59.7	-114.1	-163.5
재무활동 현금흐름	-1,132.5	-52.9	-335.9	-482.9	-749.4
차입금증감	-2,336.9	-179.5	-206.2	-482.9	-749.4
자본의증가	1,585.4	-1,146.0	-149.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-512.8	1,224.4	629.2	468.4	386.2
기초현금	1,908.6	1,395.8	2,620.2	3,249.4	3,717.8
기말현금	1,395.8	2,620.2	3,249.4	3,717.8	4,104.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	24,889	27,483	26,734	28,429	30,735
EPS(지배주주)	-1,247	87	774	916	1,170
CFPS	3,113	3,226	2,829	3,017	3,405
EBITDAPS	2,546	3,022	2,734	2,927	3,362
BPS	11,144	11,111	12,026	12,943	14,113
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-12.4	183.0	26.6	22.5	17.6
PCR	4.9	4.9	7.3	6.8	6.1
PSR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR	1.4	1.4	1.7	1.6	1.5
EBITDA	1,577.5	1,934.0	1,751.3	1,875.0	2,153.4
EV/EBITDA	10.5	8.4	10.8	9.8	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.7	0.8	6.7	7.3	8.7
EBITDA이익률	10.2	11.0	10.2	10.3	10.9
부채비율	128.7	127.3	122.9	114.2	105.1
금융비용부담률	1.7	1.8	1.8	1.6	1.3
이자보상배율(x)	4.3	4.6	4.3	5.1	6.9
매출채권회전율(x)	12.1	11.9	11.7	11.1	11.2
재고자산회전율(x)	7.3	7.0	6.2	6.0	6.0

SK가스 (018670) 한국에도 LNG 발전 투자 옵션이 생겼다

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	220,000원
현재주가 (5. 30)	166,400원
상승여력	32.2%

KOSPI	2,635.44pt
시가총액	15,359억원
발행주식수	923만주
유동주식비율	24.10%
외국인비중	7.66%
52주 최고/최저가	181,500원/119,800원
평균거래대금	16.0억원

주요주주(%)	
SK디스커버리 외 2인	72.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	8.6	30.6
상대주가	3.0	4.5	28.1

주가그래프



시의적절한 타이밍에 시작하는 신사업

- 2024년 9월부터 LNG 직도입 발전소 울산 GPS 가동. 2025년 LNG 발전에서의 연간 예상 영업이익은 2,895억원으로 본업(2,515억원)보다 높은 비중의 이익을 차지할 전망
- 동종 기업인 민자 LNG 발전사들의 영업이익률은 2023년 이후 우상향 중. 현물 가스 가격이 유가 대비 낮은 상황에서 직도입 수입 단가가 가스공사 공급가보다 낮아 원가 경쟁력을 확보할 수 있기 때문. 또한 송변전 혼잡으로 인해 부가정산금이 늘어나고 있는 점도 긍정적으로 작용
- 신사업의 이익을 눈으로 확인할 수 있는 4Q24는 연중 SMP가 가장 높은 시점. 좋은 타이밍에 신사업 시작

글로벌 트렌드: 송변전 혼잡 → LNG 발전소 이익 상승

- 송변전 혼잡 시 기저 발전의 이용률은 하락, LNG발전소의 이용률이 상승. 또한 전력거래소의 하루 전 수요 예측이 벗어나는 경우가 많아지면서 LNG 발전소가 부가정산금을 받게 되는 경우가 많아짐. 이에 따른 LNG발전소의 이익 성장은 글로벌 단위에서 구조적인 현상. 미국에서도 가스 가격 대비 전력 가격이 높은 수준 유지

국내에서 가장 효과적인 LNG 발전 투자 옵션

- 공기업에 집중돼 있던 유틸리티 섹터 내에서 민자 LNG 발전이라는 새로운 투자 옵션을 제시한다는 측면에서 희소성이 부각될 전망. 투자의견 Buy, 적정주가 220,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	8,066.2	390.5	257.1	27,852	3.1	253,611	4.1	0.5	6.2	11.5	149.1
2023	6,992.3	303.6	316.3	34,267	23.0	279,632	4.3	0.5	7.9	12.9	135.0
2024E	6,668.1	323.1	137.3	14,873	-56.6	281,529	11.2	0.6	9.1	5.3	158.6
2025E	7,689.5	541.0	349.5	37,861	154.6	313,373	4.4	0.5	5.5	12.7	141.8
2026E	7,945.8	550.4	378.7	41,033	8.4	344,623	4.1	0.5	5.2	12.5	129.4

SK가스 실적 전망

유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E
주요 가정													
LPG판매량(천톤)	2,103.0	1,771.0	2,068.0	1,611.0	1,866.0	1,792.0	2,090.5	1,631.1	8,050.0	7,323.0	7,553.0	7,379.6	7,457.7
LPG가격(달러/톤)	652.5	515.3	655.4	688.1	603.4	615.0	648.9	629.5	661.8	734.0	627.8	624.2	623.1
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	129.7	130.7	127.1	140.7	148.9	196.8	196.8	166.4	136.8	138.3
실적													
매출액	2,149.8	1,494.1	1,720.1	1,628.2	1,725.9	1,451.3	1,709.0	1,781.9	6,494.5	8,066.2	6,992.3	6,668.1	7,689.5
매출 성장률(% YoY)	-9.2	-21.6	-6.6	-16.6	-19.7	-2.9	-0.7	9.4	47.2	24.2	-13.3	-4.6	15.3
LPG 판매, 저장	2,149.8	1,494.1	1,720.1	1,628.2	1,725.9	1,451.3	1,709.0	1,445.5	6,494.5	8,066.2	6,992.3	6,331.6	6,242.0
LNG 발전	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	336.4	0.0	0.0	0.0	336.4	1,447.5
매출원가	1,864.2	1,364.8	1,598.3	1,548.8	1,577.6	1,335.3	1,588.2	1,529.9	6,125.4	7,388.1	6,376.1	6,031.1	6,819.6
매출원가율(%)	86.7	91.4	92.9	95.1	91.4	92.0	92.9	85.9	94.3	91.6	91.2	90.4	88.7
매출총이익	285.7	129.2	121.9	79.4	148.3	116.0	120.8	252.0	369.1	678.1	616.1	637.0	869.8
판관비	77.9	62.4	64.2	108.0	73.6	64.0	64.9	111.3	263.7	287.6	312.6	313.9	328.9
영업이익	207.8	66.8	57.7	-28.6	74.6	52.0	55.9	140.7	105.5	390.5	303.6	323.1	541.0
LPG 판매, 저장	207.8	66.8	57.7	-28.6	74.6	52.0	55.9	73.4	105.5	390.5	303.6	255.8	251.5
LNG 발전	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	67.3	0.0	0.0	0.0	67.3	289.5
영업이익률(%)	9.7	4.5	3.4	-1.8	4.3	3.6	3.3	7.9	1.6	4.8	4.3	4.8	7.0
영업이익 증가율(% YoY)	96.5	17.2	-12.5	적전	-64.1	-22.2	-3.1	흑전	-44.5	270.2	-22.2	6.4	67.4
금융손익	27.2	-58.2	125.7	86.2	-18.6	-23.7	-6.7	-26.7	105.9	-42.1	180.9	-75.7	-39.0
기타손익	-21.8	3.2	5.1	18.4	9.2	2.0	2.0	2.0	49.2	5.2	5.0	15.2	8.0
종속, 지배, 관계기업 손익	-10.6	0.2	-20.3	-20.7	-30.3	-17.0	-12.0	-7.0	69.0	-48.8	-51.5	-66.3	-28.0
세전이익	202.6	12.1	168.1	55.2	35.0	13.2	39.1	109.0	329.6	304.7	438.0	196.3	482.0
법인세	46.8	9.6	42.7	22.7	14.7	3.6	10.8	30.0	80.3	47.7	121.7	59.0	132.6
법인세율(%)	23.1	79.2	25.4	41.1	41.9	27.5	27.5	27.5	24.4	15.6	27.8	30.1	27.5
당기순이익	155.8	2.5	125.4	32.5	20.3	9.6	28.4	79.0	249.3	257.1	316.3	137.3	349.5
순이익률(%)	7.2	0.2	7.3	2.0	1.2	0.7	1.7	4.4	3.8	3.2	4.5	2.1	4.5
순이익 성장률(% YoY)	9.1	-78.8	흑전	-76.8	-87.0	282.8	-77.4	142.9	-6.1	3.1	23.0	-56.6	154.6
지배순이익	155.8	2.5	125.4	32.5	20.3	9.6	28.4	79.0	249.3	257.1	316.3	137.3	349.5

자료: SK가스, 메리츠증권 리서치센터

SK가스(018670)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,066.2	6,992.3	6,668.1	7,689.5	7,945.8
매출액증가율(%)	24.2	-13.3	-4.6	15.3	3.3
매출원가	7,388.1	6,376.1	6,031.1	6,819.6	7,058.0
매출총이익	678.1	616.2	637.0	869.9	887.8
판매비와관리비	287.7	312.6	313.9	328.9	337.5
영업이익	390.5	303.6	323.1	541.0	550.4
영업이익률(%)	4.8	4.3	4.8	7.0	6.9
금융손익	-42.1	180.9	-75.7	-39.0	-40.0
중속/관계기업관련손익	-48.8	-51.5	-66.3	-28.0	4.0
기타영업외손익	5.2	5.0	15.2	8.0	8.0
세전계속사업이익	304.7	438.0	196.3	482.0	522.4
법인세비용	47.7	121.7	59.0	132.6	143.7
당기순이익	257.1	316.3	137.3	349.5	378.7
지배주주지분 순이익	257.1	316.3	137.3	349.5	378.7
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,581.3	2,485.1	2,543.3	2,725.0	2,934.7
현금및현금성자산	404.8	493.8	338.7	468.3	601.4
매출채권	903.7	705.1	924.6	987.8	1,023.7
재고자산	461.7	447.7	489.9	485.1	502.8
비유동자산	3,250.4	3,596.7	4,196.2	4,286.7	4,381.0
유형자산	1,620.8	2,102.4	2,602.3	2,700.8	2,795.7
무형자산	115.7	112.8	108.0	101.5	95.4
투자자산	1,023.4	944.8	933.3	931.8	937.4
자산총계	5,831.8	6,081.8	6,739.5	7,011.7	7,315.7
유동부채	1,742.5	1,460.9	1,796.7	1,776.2	1,786.5
매입채무	141.7	184.7	202.1	200.1	207.4
단기차입금	899.7	717.3	741.4	726.4	716.4
유동성장기부채	213.4	227.6	490.5	490.5	490.5
비유동부채	1,748.4	2,032.6	2,336.6	2,335.5	2,340.7
사채	1,216.7	1,267.2	1,207.4	1,207.4	1,208.4
장기차입금	46.6	333.4	593.1	593.1	593.1
부채총계	3,490.9	3,493.5	4,133.4	4,111.7	4,127.2
자본금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
자본잉여금	195.5	195.5	195.5	195.5	195.5
기타포괄이익누계액	10.9	7.3	8.7	8.7	8.7
이익잉여금	2,110.2	2,353.1	2,368.9	2,662.8	2,951.3
비지배주주지분	0.0	7.2	7.6	7.5	7.5
자본총계	2,340.9	2,588.3	2,606.1	2,900.1	3,188.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	140.1	617.2	282.3	613.0	638.9
당기순이익(손실)	257.1	316.3	137.3	349.5	378.7
유형자산감가상각비	98.8	98.7	134.4	193.1	202.6
무형자산상각비	9.3	9.0	7.0	6.5	6.1
운전자본의 증감	-157.5	337.2	-144.1	-61.6	-41.7
투자활동 현금흐름	-56.7	-520.2	-781.3	-353.3	-350.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-508.8	-570.7	-612.6	-291.7	-297.5
투자자산의 감소(증가)	6.3	27.1	-54.9	-26.5	-1.6
재무활동 현금흐름	146.3	-8.8	335.1	-130.0	-155.8
차입금증감	435.4	-35.4	586.2	-15.6	-6.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	242.1	89.0	-155.1	129.6	133.1
기초현금	162.7	404.8	493.8	338.7	468.3
기말현금	404.8	493.8	338.7	468.3	601.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	873,885	757,538	722,414	833,075	860,843
EPS(지배주주)	27,852	34,267	14,873	37,861	41,033
CFPS	41,455	41,235	49,709	86,647	88,402
EBITDAPS	54,009	44,560	50,323	80,240	82,239
BPS	253,611	279,632	281,529	313,373	344,623
DPS	6,500	8,000	3,824	9,734	10,550
배당수익률(%)	5.6	5.4	2.3	5.8	6.3
Valuation(Multiple)					
PER	4.1	4.3	11.2	4.4	4.1
PCR	2.8	3.6	3.3	1.9	1.9
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EBITDA	498.5	411.3	464.5	740.6	759.1
EV/EBITDA	6.2	7.9	9.1	5.5	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.5	12.9	5.3	12.7	12.5
EBITDA이익률	6.2	5.9	7.0	9.6	9.6
부채비율	149.1	135.0	158.6	141.8	129.4
금융비용부담률	0.7	1.1	1.3	1.3	1.2
이자보상배율(x)	6.8	3.9	3.7	5.5	5.6
매출채권회전율(x)	9.2	8.7	8.2	8.0	7.9
재고자산회전율(x)	17.4	15.4	14.2	15.8	16.1

두산퓨얼셀 (336260) 변화하는 비즈니스 모델

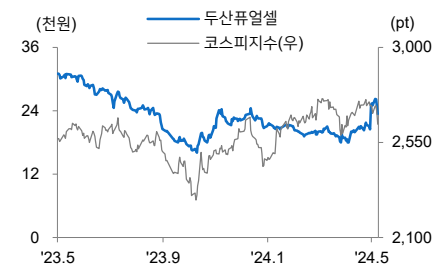
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	32,000원
현재주가 (5. 30)	23,400원
상승여력	36.8%
KOSPI	2,635.44pt
시가총액	15,326억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	12.07%
52주 최고/최저가	30,950원/16,080원
평균거래대금	218.1억원
주요주주(%)	
두산에너지빌리티 외 14 인	37.84
국민연금공단	6.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.4	-3.7	-23.3
상대주가	19.9	-7.4	-24.7

주가그래프



수주를 해도 착공이 어렵던 연료전지 시장. 이제 변화가 생기고 있다

- 2023년 말 수주잔고는 9,453억원으로 2021년 말 대비 2.2배 상승했으나, 2023년 매출은 2021년 대비 -32% 역성장. 인허가, 금융에서의 어려움으로 수주 받은 프로젝트가 착공되지 않았기 때문
- 언론 보도에 따르면 하이창원퓨얼셀(40MW) 등 일부 연료전지 프로젝트들이 금융 조달을 마무리하고 착공 단계에 접어들 예정. 주요 고객사들(GENCO)의 재무구조 개선 영향. 3Q24부터 매출 확대 가시적
- 이에 따라 리스크 요인이었던 재고자산 증가, 재무구조 악화 역시 3Q24부터 완화될 전망

PAFC에서 SOFC로 다시 한번의 진화. 수요처는 발전소에서 데이터센터, 선박으로

- 올해 중 착공되는 하이창원퓨얼셀은 동사의 첫번째 SOFC 프로젝트. 동사는 2020년 SOFC 모델 개발 계획을 발표한 이래 약 3년 동안 새만금 SOFC 공장을 건설. 발전용 SOFC 2025년 양산, 선박용 SOFC 역시 2025년부터 실증
- SOFC는 출력 유연성이 떨어지는 대신 효율이 높아 데이터센터에 적합. 새로운 수요처 발굴을 위한 디딤돌

AI 데이터센터 공급이 기대되는 글로벌 연료전지 밸류체인. Peer 멀티플 상승 기대

- 동사는 미국 수출이 어렵고, 국내 데이터센터향 공급도 기대할 파이프라인 없음. 그러나 Bloom Energy, Plug Power 등이 AI 전력 수요 증가 수혜주로 꼽히는 현 상황은 Peer 멀티플 상승 관점에서 긍정적으로 볼 수 있음
- 투자의견 Buy, 적정주가 32,000원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	312.2	7.2	3.9	59	-55.6	6,391	497.5	4.6	118.1	0.7	96.3
2023	260.9	1.6	-8.5	-130	적전	6,264	-178.7	3.7	116.0	-1.6	108.9
2024E	363.4	21.0	4.9	75	흑전	6,324	310.8	3.7	53.5	1.0	142.1
2025E	766.6	79.1	45.8	700	829.0	6,884	33.5	3.4	21.3	8.5	146.4
2026E	882.7	103.6	64.0	977	39.6	7,666	24.0	3.1	17.6	10.7	140.7

두산퓨얼셀 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주요 가정														
수주(MW)	0.0	0.0	29.0	62.0	0.0	20.0	60.0	50.0	131.0	168.0	91.0	130.0	160.0	160.0
ASP 증가율(% YoY)	N/A	N/A	-1.7	-4.2	N/A	0.0	0.0	0.0	-7.4	-7.4	-4.2	0.3	-6.9	-7.7
실적 전망														
매출	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	56.9	108.4	166.4	381.4	312.1	260.9	363.4	766.6	882.7
매출액 성장률(% YoY)	0.0	-33.6	54.0	-26.1	0.0	15.7	137.6	43.2	-17.4	-18.2	-16.4	39.3	111.0	15.1
연료전지 주기기	23.8	18.9	17.0	86.0	0.1	27.5	77.7	131.0	287.2	287.2	145.7	236.3	592.5	665.1
LTSA	26.0	30.3	28.7	30.2	31.6	29.4	30.6	35.4	94.2	94.2	115.2	127.0	174.1	217.6
LTSA 비중(%)	52.2	61.6	62.9	26.0	99.8	51.6	28.3	21.3	24.7	30.2	44.2	35.0	22.7	24.7
매출원가	36.9	39.7	35.6	109.2	20.0	44.9	93.9	141.6	333.2	267.5	221.3	300.3	635.5	718.0
판관비	9.9	9.0	9.4	9.6	9.7	8.9	11.1	12.4	30.2	37.5	37.9	42.0	51.9	61.1
영업이익	3.2	0.5	0.7	-2.7	2.0	3.1	3.4	12.5	18.0	7.2	1.6	21.0	79.1	103.6
영업이익률(%)	6.4	1.0	1.4	-2.3	6.3	5.5	3.2	7.5	4.7	2.3	0.6	5.8	10.3	11.7
금융손익	5.9	1.1	3.1	-2.7	4.5	-3.7	-4.2	-5.5	17.0	15.2	7.5	-8.9	-20.2	-21.3
기타손익	-1.6	1.0	-1.6	0.1	-1.2	-0.2	-0.4	-0.2	0.9	-5.3	-2.1	-2.0	-0.6	-0.2
총속, 지배, 관계기업 손익	-0.2	0.1	0.8	0.6	0.2	0.6	0.5	0.4	-0.2	-0.4	1.3	1.7	2.0	2.0
세전이익	1.8	-2.2	-2.9	-9.2	-0.2	-0.2	-0.7	7.2	18.6	4.3	-12.5	6.1	60.3	84.2
법인세비용	-0.1	-1.9	-2.1	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	1.7	9.9	0.4	-4.0	1.2	14.5	20.2
법인세율(%)	-5.1	86.9	71.8	-0.2	179.3	24.0	24.0	24.0	53.3	9.7	32.2	19.4	24.0	24.0
당기순이익	1.9	-0.3	-0.8	-9.3	0.1	-0.2	-0.5	5.5	8.7	3.9	-8.5	4.9	45.8	64.0
순이익률(%)	3.7	-0.6	-1.8	-8.0	0.5	-0.3	-0.5	3.3	2.3	1.2	-3.3	1.4	6.0	7.2

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀(336260)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	312.2	260.9	363.4	766.6	882.7
매출액증가율(%)	-18.2	-16.4	39.3	111.0	15.1
매출원가	267.5	221.4	300.3	635.5	718.0
매출총이익	44.7	39.5	63.0	131.1	164.7
판매비와관리비	37.5	37.9	42.0	52.0	61.1
영업이익	7.2	1.6	21.0	79.1	103.6
영업이익률(%)	2.3	0.6	5.8	10.3	11.7
금융손익	2.8	-13.4	-14.6	-20.2	-21.3
중속/관계기업관련손익	-0.4	1.3	1.7	2.0	2.0
기타영업외손익	-5.3	-2.1	-2.0	-0.6	-0.2
세전계속사업이익	4.3	-12.5	6.1	60.3	84.2
법인세비용	0.4	-4.0	1.2	14.5	20.2
당기순이익	3.9	-8.5	4.9	45.8	64.0
지배주주지분 순이익	3.9	-8.5	4.9	45.8	64.0
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	675.7	648.1	782.3	881.9	1,000.1
현금및현금성자산	31.9	50.2	11.3	74.6	54.7
매출채권	147.8	44.4	209.3	241.5	296.9
재고자산	430.7	460.1	469.7	473.9	556.5
비유동자산	351.2	422.8	470.8	506.4	510.3
유형자산	176.3	271.3	311.0	346.8	350.6
무형자산	36.0	34.2	33.0	32.3	31.7
투자자산	9.7	11.6	3.0	3.5	4.3
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,253.0	1,388.2	1,510.4
유동부채	312.7	287.4	292.6	376.7	434.6
매입채무	85.7	30.5	32.6	37.6	56.1
단기차입금	64.0	60.0	63.5	147.5	191.5
유동성장기부채	80.1	126.0	130.8	125.6	120.7
비유동부채	191.2	270.8	442.8	448.1	448.4
사채	97.2	70.8	248.6	253.5	253.5
장기차입금	30.0	70.0	70.0	70.0	70.0
부채총계	503.9	558.2	735.4	824.8	883.0
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	477.5	477.5	477.5	477.5
기타포괄이익누계액	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	37.3	26.3	31.3	77.1	141.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	517.6	563.4	627.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-257.7	7.8	-150.8	40.5	-28.5
당기순이익(손실)	3.9	-8.5	4.9	45.8	64.0
유형자산감가상각비	9.6	12.3	19.1	25.0	26.1
무형자산상각비	2.7	3.1	1.3	0.7	0.6
운전자본의 증감	-330.6	-37.4	-184.2	-30.8	-119.0
투자활동 현금흐름	92.7	-95.7	-65.0	-61.1	-30.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-73.8	-113.9	-73.3	-60.8	-29.8
투자자산의 감소(증가)	-4.9	-0.3	8.8	-0.5	-0.8
재무활동 현금흐름	190.8	105.3	176.4	83.8	39.1
차입금증감	193.6	105.8	177.5	83.8	39.1
자본의증가	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	25.8	18.3	-38.9	63.2	-19.9
기초현금	6.0	31.9	50.2	11.3	74.6
기말현금	31.9	50.2	11.3	74.6	54.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	4,766	3,983	5,548	11,705	13,478
EPS(지배주주)	59	-130	75	700	977
CFPS	1,260	1,067	855	1,660	2,060
EBITDAPS	299	260	632	1,600	1,990
BPS	6,391	6,264	6,324	6,884	7,666
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	497.5	-178.7	310.8	33.5	24.0
PCR	23.3	21.7	27.4	14.1	11.4
PSR	6.2	5.8	4.2	2.0	1.7
PBR	4.6	3.7	3.7	3.4	3.1
EBITDA	19.6	17.0	41.4	104.8	130.4
EV/EBITDA	118.1	116.0	53.5	21.3	17.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.7	-1.6	1.0	8.5	10.7
EBITDA이익률	6.3	6.5	11.4	13.7	14.8
부채비율	96.3	108.9	142.1	146.4	140.7
금융비용부담률	1.6	6.8	5.8	3.3	3.1
이자보상배율(x)	1.5	0.1	1.0	3.1	3.8
매출채권회전율(x)	3.5	2.7	2.9	3.4	3.3
재고자산회전율(x)	1.0	0.6	0.8	1.6	1.7

SK오션플랜트 (100090) 노이즈 없는 재생에너지 주식

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

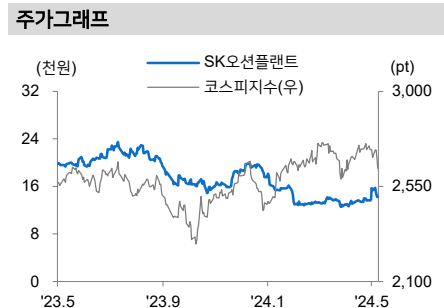
Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	22,000원
현재주가 (5. 30)	14,260원
상승여력	54.3%

KOSPI	2,635.44pt
시가총액	8,441억원
발행주식수	5,920만주
유동주식비율	62.40%
외국인비중	5.15%
52주 최고/최저가	23,450원/12,540원
평균거래대금	45.4억원

주요주주(%)	
에스케이에코플랜트	37.60
송무석 외 4 인	20.73
국민연금공단	6.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.8	-14.2	-27.2
상대주가	11.1	-17.5	-28.6



이익과 수주 모두 지금이 저점

- 1Q24 감익은 1)수주잔고 하락, 2)일부 이연 매출이 원인. 5월부터 대만 Hai Long Upscoping 물량이 일부 수주되면서 잔고가 회복되기 시작. 2Q24부터 특수선 매출 기여도 역시 늘어나면서 이익은 반등하기 시작
- Feng Miao(대만 Round 3)를 비롯한 신규 수주 역시 임박. 국내 해상풍력 수주는 단기간 내에는 어렵지만 국내가 없이도 연내 1.3조원의 수주 가이드스 달성은 충분히 가능

전력 수요 상승에 대한 전방위적 기대감, 노이즈 없이 누릴 수 있다

- 현재 순차입금 비율은 17% 내외로 안정적인 재무구조 유지. 어려울 때에도 흑자 기조는 꾸준히 유지하는 기업. 별다른 노이즈 없이 글로벌 전력 수요 상승과 탈석탄에 투자할 수 있는 좋은 옵션
- SK에코플랜트가 동사 지분 매각을 추진 중이라는 보도에 사실이 아니라고 해명 공식

지금은 평범한 풍력 업체 밸류에이션. 프리미엄을 받을 이유가 많다

- 2025년 선행 PER 14배 수준으로 글로벌 Peer(터빈사) 대비 약 30% 저평가. 반면 이익 흐름이 불안정한 글로벌 풍력 밸류체인과 달리 안정적 재무구조 유지, 흑자 기조를 유지 중
- 2026년 준공될 신야드에 대한 프리미엄 반영 시 추가적인 밸류에이션 Upside가 존재. 가동 초반 주요 수요처가 될 울산 부유식 해상풍력 프로젝트들은 2024년 초 일제히 환경영향평가 본안에 진입

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2022	691.8	71.9	22.3	525	흑전	9,783	38.3	2.1	13.0	6.7	132.0
2023	925.8	75.6	57.5	1,041	57.8	11,734	19.0	1.7	13.5	9.5	104.9
2024E	912.3	66.7	35.0	591	-41.4	12,326	24.1	1.2	12.2	4.9	201.3
2025E	1,063.4	106.7	64.6	1,091	84.2	13,416	13.1	1.1	8.5	8.5	151.6
2026E	1,385.9	158.7	103.5	1,748	60.3	15,164	8.2	0.9	6.1	12.2	148.9

SK오션플랜트 실적 전망

유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표												
수주	46.0	24.3	40.7	44.2	23.4	497.8	370.0	470.0	1,652.2	155.1	1,361.2	1,340.0
수주 잔고	1,884.7	1,652.8	1,453.7	1,284.6	1,183.5	1,506.1	1,584.4	1,729.1	2,058.3	1,284.6	1,729.1	2,004.6
실적 추정												
매출	219.7	257.9	237.0	211.2	127.1	173.0	289.3	322.9	691.8	925.8	912.2	1,063.4
매출 성장률(% YoY)	28.5	52.1	28.3	26.8	-42.2	-32.9	22.1	52.9	37.5	33.8	-1.5	16.6
플랜트(해상풍력 등)	176.7	194.4	170.7	139.4	83.5	73.6	96.0	140.7	478.5	681.2	393.7	687.8
특수선, 조선	36.7	57.6	54.2	60.5	35.9	92.3	153.7	142.6	84.0	182.3	411.8	287.1
기타	6.3	5.9	12.1	11.3	7.7	7.1	39.6	39.6	129.3	62.4	106.7	88.5
매출원가	195.1	220.8	214.3	190.6	110.7	154.2	260.5	286.1	590.4	820.8	811.6	921.8
매출원가율(%)	88.8	85.6	90.4	90.2	87.1	89.2	90.1	88.6	85.3	88.7	89.0	86.7
매출총이익	24.6	37.2	22.7	20.6	16.3	18.7	28.8	36.8	101.4	105.0	100.7	141.5
판관비	6.0	7.0	6.3	10.1	7.4	7.7	8.1	10.7	29.4	29.4	34.0	34.8
영업이익	18.6	30.1	16.4	10.5	8.9	11.0	20.7	26.1	71.9	75.6	66.7	106.7
영업이익률(%)	8.5	11.7	6.9	5.0	7.0	6.4	7.2	8.1	10.4	8.2	7.3	10.0
영업이익 증가율(% YoY)	8.8	47.5	-25.4	-15.8	-51.8	-63.4	26.4	147.3	172.2	5.1	-11.7	59.9
금융손익	-6.5	-2.6	-4.8	0.3	-5.0	-4.4	-6.1	-7.3	-34.0	-13.6	-22.9	-20.2
기타손익	2.9	-0.3	-1.3	-0.2	0.7	0.7	0.7	0.6	-3.2	1.1	2.7	2.3
종속, 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	0.0
세전이익	15.0	27.2	10.2	10.7	4.6	7.3	15.3	19.4	34.8	63.1	46.5	88.7
법인세비용	-5.6	5.8	4.5	0.9	0.3	1.5	3.8	4.8	6.8	5.6	10.4	22.2
법인세율(%)	-37.2	21.2	43.8	8.3	6.4	20.0	25.0	25.0	19.5	8.8	22.4	25.0
당기순이익	20.6	21.5	5.7	9.8	4.3	5.8	11.5	14.5	28.0	57.5	36.1	66.6
순이익률(%)	9.4	8.3	2.4	4.6	3.4	3.4	4.0	4.5	4.0	6.2	4.0	6.3
순이익 증가율(% YoY)	95.7	62.5	-10.5	흑전	-78.9	-72.8	99.6	48.5	흑전	105.4	-37.2	84.2
지배순이익	20.5	21.3	5.7	9.9	4.1	5.7	11.1	14.1	22.3	57.5	35.0	64.6

자료: SK오션플랜트, 메리츠증권 리서치센터

SK오션플랜트(100090)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	691.8	925.8	912.3	1,063.4	1,385.9
매출액증가율(%)	37.5	33.8	-1.5	16.6	30.3
매출원가	590.5	820.8	811.6	921.8	1,179.1
매출총이익	101.4	105.0	100.7	141.5	206.8
판매비와관리비	29.4	29.4	34.0	34.9	48.2
영업이익	71.9	75.6	66.7	106.7	158.7
영업이익률(%)	10.4	8.2	7.3	10.0	11.4
금융손익	-34.0	-13.6	-22.9	-20.3	-18.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	1.1	2.7	2.3	2.4
세전계속사업이익	34.8	63.1	46.5	88.7	142.3
법인세비용	6.8	5.6	10.4	22.2	35.6
당기순이익	28.0	57.6	36.1	66.6	106.7
지배주주지분 순이익	22.3	57.5	35.0	64.6	103.5
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	594.4	754.8	1,408.0	1,072.5	1,160.4
현금및현금성자산	86.2	44.8	303.9	187.2	94.4
매출채권	7.7	6.5	20.9	17.1	20.7
재고자산	7.8	2.6	22.0	18.0	21.7
비유동자산	625.6	677.1	806.9	944.0	1,100.0
유형자산	539.6	655.8	783.1	922.3	1,077.5
무형자산	4.9	5.4	4.5	3.9	3.3
투자자산	79.3	14.1	16.8	15.4	16.7
자산총계	1,220.0	1,431.9	2,214.9	2,016.5	2,260.4
유동부채	642.5	687.2	1,302.3	1,038.4	1,174.6
매입채무	62.4	39.4	72.6	59.5	71.7
단기차입금	44.3	104.6	189.1	114.5	71.5
유동성장기부채	26.7	19.9	20.4	20.4	20.4
비유동부채	51.5	45.9	177.6	176.6	177.5
사채	31.4	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	7.8	32.9	164.5	164.5	164.5
부채총계	694.1	733.1	1,479.9	1,214.9	1,352.2
자본금	26.6	29.6	29.6	29.6	29.6
자본잉여금	431.2	546.7	546.7	546.7	546.7
기타포괄이익누계액	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
이익잉여금	22.2	77.4	112.4	177.0	280.4
비지배주주지분	5.2	4.2	5.4	7.4	10.6
자본총계	526.0	698.8	735.0	801.6	908.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	68.6	-138.2	63.9	133.4	119.7
당기순이익(손실)	28.0	57.6	36.1	66.6	106.7
유형자산감가상각비	10.8	17.8	16.3	16.4	23.6
무형자산상각비	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6
운전자본의 증감	-3.8	-229.9	19.9	49.8	-11.2
투자활동 현금흐름	-331.1	26.7	-55.6	-164.2	-180.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-116.1	-110.8	-135.3	-155.6	-178.9
투자자산의 감소(증가)	-73.2	65.2	-2.7	1.4	-1.3
재무활동 현금흐름	252.7	70.3	250.7	-86.0	-32.3
차입금증감	-48.4	-24.0	251.8	-86.0	-32.3
자본의증가	346.4	118.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-10.3	-41.4	259.2	-116.7	-92.9
기초현금	96.5	86.2	44.8	303.9	187.2
기말현금	86.2	44.8	303.9	187.2	94.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	16,306	16,764	15,411	17,964	23,412
EPS(지배주주)	525	1,041	591	1,091	1,748
CFPS	2,193	1,719	1,406	2,103	3,129
EBITDAPS	1,965	1,706	1,417	2,091	3,089
BPS	9,783	11,734	12,326	13,416	15,164
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	38.3	19.0	24.1	13.1	8.2
PCR	9.2	11.5	10.1	6.8	4.6
PSR	1.2	1.2	0.9	0.8	0.6
PBR	2.1	1.7	1.2	1.1	0.9
EBITDA	83.4	94.2	83.9	123.8	182.9
EV/EBITDA	13.0	13.5	12.2	8.5	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.7	9.5	4.9	8.5	12.2
EBITDA이익률	12.0	10.2	9.2	11.6	13.2
부채비율	132.0	104.9	201.3	151.6	148.9
금융비용부담률	3.8	2.3	3.3	2.2	1.5
이자보상배율(x)	2.7	3.5	2.2	4.5	7.4
매출채권회전율(x)	42.6	130.1	66.5	55.9	73.4
재고자산회전율(x)	37.6	179.4	74.4	53.2	69.9

한국전력 (015760) 요금 인상까지 잠시 쉬어 가는 시간

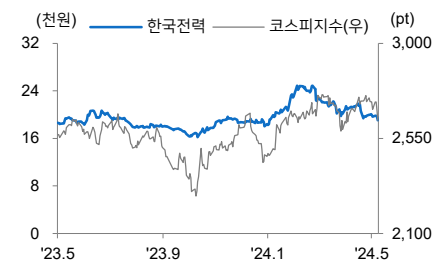
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	27,000원
현재주가 (5. 30)	19,070원
상승여력	41.6%
KOSPI	2,635.44pt
시가총액	122,423억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	45.82%
외국인비중	14.67%
52주 최고/최저가	24,850원/16,190원
평균거래대금	497.6억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.8	1.2	3.0
상대주가	-7.9	-2.7	1.1

주가그래프



되새김질이 필요한 1Q24 어닝 쇼크

- 1Q24 어닝쇼크를 통해 한국전력에 숨겨진 비용들이 있음을 확인. 일회적이지 않으며 반복 가능
- 원인 1)민자 석탄 발전사들에 대한 정산조정계수 상승으로 석탄 전력 구입단가가 SMP 대비 상승. 과거 2022~2023년 적자 구간 동안 정산조정계수를 지나치게 낮은 수준으로 책정했을 수 있음
- 원인 2) 송변전 혼잡으로 석탄 발전 이용률 하락. 외부 전력 구입 비중 상승. 그 와중에 송전망 제약, 수요 예측 오차 확대로 부가정산금이 늘어나면서 LNG 전력 구입단가가 SMP 대비 상승

여름이 지나간 후 요금 인상 가능성에 기대

- 비용 안정화 시기를 예단하기 어려운 만큼 요금 인상 가능성에 기대어 투자
- 가스 요금은 6월 말 인상이 유력하나, 전력 요금은 9월 말, 12월 말 인상 가능성이 더 높은 것으로 판단

현 주가 상황에서 제한된 하방. 방어주 역할 수행 가능

- 현 선행 PBR 0.31배에 거래 중. 탈원전 시기를 제외하면 0.3배는 저점으로 작용해왔음. 하방이 제한적이며 방어주 역할은 충분히 수행 가능하다는 판단
- 한국전력 투자의견 Buy, 적정주가 27,000원 유지. 업종 내 선호도는 한국가스공사, 지역난방공사 대비 후순위

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	71,257.9	-32,655.2	-24,466.9	-38,113	적지	63,158	-0.6	0.3	-6.6	-46.9	459.1
2023	88,219.5	-4,541.7	-4,822.6	-7,512	적지	55,837	-2.5	0.3	17.0	-12.6	543.3
2024E	92,841.0	6,230.6	2,415.9	3,763	흑전	60,065	5.1	0.3	6.7	6.5	483.6
2025E	94,349.4	6,999.9	3,216.4	5,010	31.6	65,075	3.8	0.3	6.4	8.0	444.1
2026E	95,546.7	7,975.0	3,556.4	5,540	10.6	70,615	3.4	0.3	5.9	8.2	407.3

한국전력 실적 전망

유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
주요 가정												
두바이유 가격(달러/배럴)	80.3	77.8	86.6	83.5	81.3	86.0	84.0	81.0	96.4	82.1	83.1	80.0
원/달러 환율	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,321.7	1,328.7	1,370.0	1,335.0	1,340.0	1,291.5	1,305.7	1,343.4	1,322.5
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	129.7	130.7	127.1	140.7	148.9	196.8	166.4	136.8	136.9
석탄 발전단가(원/kWh)	109.1	98.7	84.8	77.5	80.0	75.0	80.0	80.0	113.0	92.5	78.7	80.0
LNG 발전단가(원/kWh)	301.3	197.2	183.2	185.7	207.0	187.1	190.7	198.9	243.1	216.9	195.9	186.9
원전이용률(%)	85.0	79.8	85.8	86.6	85.0	81.0	84.0	84.0	86.0	84.3	83.5	84.0
석탄이용률(%)	54.8	47.2	58.8	50.7	52.2	46.2	57.8	49.7	57.6	52.9	51.5	51.5
전력판매단가(원/kWh)	146.5	145.5	160.5	158.3	160.9	154.8	166.3	161.6	120.5	152.7	160.9	161.9
실적 전망												
연결 매출	21,594.0	19,622.5	24,470.0	22,533.0	23,292.7	20,988.1	25,536.3	23,023.9	71,257.9	88,219.5	92,841.0	94,349.4
매출액 증가율(%)	31.2	26.4	23.8	15.6	7.9	7.0	4.4	2.2	17.4	23.8	5.2	1.6
매출원가	27,080.0	21,169.1	21,731.4	19,719.0	21,303.2	18,875.9	21,795.0	21,462.2	100,903.6	89,699.5	83,436.3	84,075.8
연료비	9,083.0	6,048.8	6,541.8	5,304.7	6,160.1	4,973.7	6,654.6	5,689.4	34,669.0	26,978.3	23,477.7	22,928.3
구입전력비	12,170.9	8,917.8	9,255.3	7,960.3	9,202.9	7,605.2	8,871.0	8,602.8	41,917.1	38,304.3	34,281.9	35,210.3
감가상각비	3,165.1	3,162.1	3,265.3	3,109.6	3,473.6	3,531.6	3,515.2	3,517.6	12,131.1	12,702.1	14,038.0	14,074.1
인건비	1,317.3	1,219.7	1,316.4	1,486.0	1,351.0	1,244.1	1,342.7	1,515.7	5,383.5	5,339.3	5,453.5	5,562.5
수선비 및 기타	1,343.7	1,820.7	1,352.7	1,858.5	1,115.6	1,521.4	1,411.6	2,136.7	6,802.9	6,375.5	6,185.2	6,300.7
매출총이익	-5,486.0	-1,546.6	2,738.5	2,813.9	1,989.6	2,112.2	3,741.3	1,561.7	-29,645.7	-1,480.1	9,404.7	10,273.6
매출총이익률(%)	-25.4	-7.9	11.2	12.5	8.5	10.1	14.7	6.8	-41.6	-1.7	10.1	10.9
판관비	691.6	725.8	742.0	902.2	690.2	785.0	758.0	940.9	3,009.4	3,061.6	3,174.1	3,273.7
판관비율(%)	3.2	3.7	3.0	4.0	3.0	3.7	3.0	4.1	4.2	3.5	3.4	3.5
영업이익	-6,177.6	-2,272.4	1,996.6	1,911.7	1,299.3	1,327.2	2,983.3	620.8	-32,655.2	-4,541.6	6,230.6	6,999.9
영업이익 성장률(%)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	49.4	-67.5	적확	적축	흑전	12.3
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.2	8.5	5.6	6.3	11.7	2.7	-45.8	-5.1	6.7	7.4
금융손익	-1,000.6	-943.0	-1,020.1	-958.3	-1,014.0	-1,003.6	-1,134.6	-1,066.4	-2,913.5	-3,922.0	-4,218.5	-4,297.4
기타손익	81.9	16.3	157.3	41.1	47.9	-413.9	357.1	-44.9	414.6	296.6	-53.7	215.4
중속, 공동지배, 관계기업 관련 손익	241.4	244.1	113.6	14.0	404.5	254.4	241.4	220.5	1,310.4	613.0	1,120.8	1,143.3
세전이익	-6,854.8	-2,955.1	1,247.3	1,008.6	737.8	164.2	2,447.2	-269.9	-33,843.6	-7,554.0	3,079.3	4,061.1
연결 당기순이익	-4,911.2	-1,904.4	833.3	1,266.2	595.9	131.4	1,957.7	-215.9	-24,429.1	-4,716.1	2,469.1	3,248.9
당기순이익률(%)	-22.7	-9.7	3.4	5.6	2.6	0.6	7.7	-0.9	-34.3	-5.3	2.7	3.4
당기순이익 성장률(%)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	134.9	적전	적확	적축	흑전	31.6
지배주주 손익	-4,946.5	-1,902.8	793.9	1,232.8	561.5	130.0	1,938.2	-213.8	-24,466.9	-4,822.5	2,415.9	3,216.4

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력(015760)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	71,257.9	88,219.5	92,841.0	94,349.4	95,546.7
매출액증가율(%)	17.4	23.8	5.2	1.6	1.3
매출원가	100,903.6	89,699.5	83,436.3	84,075.8	84,186.5
매출총이익	-29,645.7	-1,480.1	9,404.7	10,273.6	11,360.2
판매비와관리비	3,009.4	3,061.6	3,174.1	3,273.8	3,385.1
영업이익	-32,655.2	-4,541.7	6,230.6	6,999.9	7,975.0
영업이익률(%)	-45.8	-5.1	6.7	7.4	8.3
금융손익	-2,913.5	-3,922.0	-4,218.5	-4,297.4	-4,195.3
중속/관계기업관련손익	1,310.4	613.0	1,120.8	1,143.3	1,166.1
기타영업외손익	414.6	296.6	-53.7	215.4	9.1
세전계속사업이익	-33,843.6	-7,554.0	3,079.3	4,061.1	4,955.0
법인세비용	-9,414.5	-2,837.8	610.1	812.2	1,362.6
당기순이익	-24,429.1	-4,716.1	2,469.1	3,248.9	3,592.4
지배주주지분 순이익	-24,466.9	-4,822.6	2,415.9	3,216.4	3,556.4
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	29,750.6	29,536.2	21,815.0	23,536.6	25,619.9
현금및현금성자산	3,234.8	4,342.9	1,237.3	2,909.2	4,730.9
매출채권	9,504.1	11,009.5	9,539.3	9,706.5	9,831.6
재고자산	9,930.7	8,875.6	8,550.6	8,700.5	8,812.6
비유동자산	205,054.5	210,178.8	211,548.9	211,716.5	211,967.9
유형자산	177,865.3	179,875.5	180,717.3	180,618.5	180,662.7
무형자산	1,056.8	1,133.1	1,182.1	1,232.9	1,278.8
투자자산	12,328.9	13,208.8	13,553.2	13,768.8	13,930.2
자산총계	234,805.0	239,715.0	233,363.8	235,253.1	237,587.8
유동부채	44,518.6	61,248.4	62,436.6	62,099.1	59,960.6
매입채무	7,529.9	4,341.5	4,470.7	4,549.1	4,607.7
단기차입금	8,820.4	10,667.3	6,019.1	7,953.1	9,390.1
유동성장기부채	13,838.6	30,454.0	35,286.1	34,794.1	30,969.1
비유동부채	148,286.2	141,201.8	130,937.4	129,915.2	130,796.0
사채	94,984.0	89,117.7	79,002.7	76,967.7	76,967.7
장기차입금	2,962.3	3,392.8	2,445.8	2,545.1	2,648.5
부채총계	192,804.7	202,450.2	193,373.9	192,014.3	190,756.6
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,112.3	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6
기타포괄이익누계액	497.0	557.4	887.9	887.9	887.9
이익잉여금	21,431.3	16,338.3	19,308.6	22,525.0	26,081.4
비지배주주지분	1,454.9	1,419.7	1,430.5	1,463.0	1,498.9
자본총계	42,000.3	37,264.8	39,989.9	43,238.8	46,831.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-23,477.5	1,522.2	19,397.7	16,495.2	18,828.7
당기순이익(손실)	-24,429.1	-4,716.1	2,469.1	3,248.9	3,592.4
유형자산감가상각비	12,305.3	12,869.1	14,251.9	14,307.6	14,306.8
무형자산상각비	156.2	163.2	159.6	165.6	172.7
운전자본의 증감	-3,512.6	-5,141.7	2,241.9	-1,226.9	756.9
투자활동 현금흐름	-14,953.8	-13,073.8	-10,824.9	-14,340.9	-14,730.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-12,346.9	-13,908.4	-14,123.8	-14,208.8	-14,350.9
투자자산의 감소(증가)	-1,979.8	-880.5	-344.4	-215.6	-161.4
재무활동 현금흐름	38,997.9	12,661.9	-11,711.0	-482.4	-2,276.2
차입금증감	40,183.2	12,690.7	-11,096.3	-482.4	-2,276.2
자본의증가	37.5	332.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	599.5	1,108.1	-3,105.6	1,671.9	1,821.7
기초현금	2,635.2	3,234.8	4,342.9	1,237.3	2,909.2
기말현금	3,234.8	4,342.9	1,237.3	2,909.2	4,730.9
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	111,000	137,421	144,620	146,970	148,835
EPS(지배주주)	-38,113	-7,512	3,763	5,010	5,540
CFPS	-26,867	17,323	34,198	35,501	36,809
EBITDAPS	-31,456	13,226	32,155	33,449	34,978
BPS	63,158	55,837	60,065	65,075	70,615
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-0.6	-2.5	5.1	3.8	3.4
PCR	-0.8	1.1	0.6	0.5	0.5
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	-20,193.7	8,490.6	20,642.1	21,473.0	22,454.5
EV/EBITDA	-6.6	17.0	6.7	6.4	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-46.9	-12.6	6.5	8.0	8.2
EBITDA이익률	-28.3	9.6	22.2	22.8	23.5
부채비율	459.1	543.3	483.6	444.1	407.3
금융비용부담률	4.0	5.0	5.1	4.9	4.7
이자보상배율(x)	-11.6	-1.0	1.3	1.5	1.8
매출채권회전율(x)	8.4	8.6	9.0	9.8	9.8
재고자산회전율(x)	8.1	9.4	10.7	10.9	10.9

삼성E&A (028050) 큰 그림을 그려가기 좋은 때

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

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

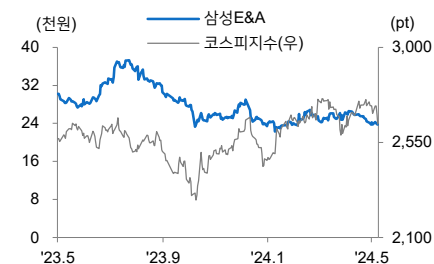
적정주가 (12개월)	35,000원
현재주가 (5. 30)	23,750원
상승여력	47.4%

KOSPI	2,635.44pt
시가총액	46,550억원
발행주식수	19,600만주
유동주식비율	79.19%
외국인비중	47.05%
52주 최고/최저가	37,300원/22,300원
평균거래대금	291.4억원

주요주주(%)	
삼성SDI 외 7 인	20.57
국민연금공단	7.30
abrdn Asia Limited 외 3 인	5.74

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	-5.9	-17.2
상대주가	-8.3	-9.5	-18.8

주가그래프



비화공 부문 우려로 고전했던 상반기. 이제 힘든 부분은 기반영

- 2024년 상반기 글로벌 EPC 경쟁사들, 주택건설주, 유가 등 비교군들 대비해서 Underperform. 주요 원인은 삼성전자 P5 공사 중단에서 시작된 비화공 수주 감소 우려
- 2023년 역대급 수주를 기록했던 비화공 수주는 2024년 하향 안정화될 전망(-37% YoY). 그러나 화공 부문의 매출 상승과 견조한 이익률로 2025년 감익 우려는 크지 않을 것

화공 파이프라인 풍부하고, 전방 시장 업황도 개선세

- 화공 부문에서 4월 사우디 Fadhili(60억 달러)를 수주한 이후 인도네시아 TPPI(35억 달러), 말레이시아 OGP 2 (15억 달러), 사우디 San-6 등 하반기에도 화공 파이프라인 풍부. 수주 가이던스(12조원) 초과 달성 전망
- 글로벌 화학 공장 가동률 상승세와 가스 가격 반등이 긍정적. 파이프라인 자체도 풍부하지만 충분히 발주가 나올 수 있는 업황이라는 판단. 특히 가스, 수소는 구조적인 수요 상승이 예상. 연내 수주는 어렵겠으나 Texas LNG 등 북미 가스, 수소 플랜트 파이프라인도 개발 중

잃을 것 없는 자리. 점진적인 비중 확대 전략 유효

- 비화공 부문의 수주 하락을 반영하더라도 2025년 예상 PER은 7.6배 수준으로 역사적인 밴드 저점에 근접. 에너지 수요 증가에 투자하는 관점에서 점진적인 매수 전략 추천

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	10,054.3	702.9	664.9	3,393	69.6	13,741	6.6	1.6	3.2	28.3	204.6
2023	10,624.9	993.1	753.8	3,846	16.8	17,721	7.5	1.6	3.9	24.4	136.5
2024E	9,870.0	791.1	603.1	3,077	-12.9	21,108	7.7	1.1	3.9	15.8	111.2
2025E	10,552.2	782.0	612.2	3,123	1.2	24,231	7.6	1.0	3.3	13.8	107.2
2026E	11,468.5	865.9	675.0	3,444	10.3	26,875	6.9	0.9	2.8	13.5	95.0

삼성E&A 실적 전망

유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표													
수주	2,102.7	1,716.4	2,938.0	2,034.2	1,414.1	9,300.0	1,600.0	4,000.0	10,233.6	8,791.3	16,314.1	12,400.0	13,020.0
수주 잔고	17,979.8	17,250.2	17,982.7	16,817.6	15,985.2	22,978.8	22,131.1	23,399.9	17,901.7	16,817.6	23,399.9	25,247.7	26,799.3
실적 추정													
매출	2,533.5	2,785.9	2,478.1	2,827.5	2,384.7	2,306.4	2,447.8	2,731.2	10,054.3	10,624.9	9,870.0	10,552.2	11,468.5
매출 성장률(% YoY)	17.1	11.7	0.8	-3.8	-5.9	-17.2	-1.2	-3.4	34.3	5.7	-7.1	6.9	8.7
화공	1,074.3	1,296.9	1,193.1	1,042.5	941.5	952.8	988.2	1,201.3	4,819.6	4,606.8	4,083.8	5,704.5	7,004.4
비화공	1,459.2	1,488.9	1,285.1	1,784.9	1,443.2	1,353.6	1,459.6	1,529.8	5,234.7	6,018.1	5,786.2	4,847.6	4,464.1
매출원가	2,210.6	2,333.7	2,214.4	2,415.4	2,047.8	2,006.5	2,149.3	2,400.1	8,973.4	9,174.2	8,603.8	9,294.5	10,117.7
매출원가율(%)	87.3	83.8	89.4	85.4	85.9	87.0	87.8	87.9	89.2	86.3	87.2	88.1	88.2
화공(%)	90.1	82.0	89.4	83.2	84.2	87.0	89.0	89.0	91.8	86.1	87.4	89.0	89.0
비화공(%)	85.2	85.3	89.4	86.7	87.0	87.0	87.0	87.0	86.9	86.6	87.0	87.0	87.0
매출총이익	322.8	452.1	263.7	412.1	336.9	299.8	298.4	331.0	1,080.9	1,450.8	1,266.2	1,257.7	1,350.8
판관비	97.5	107.7	110.2	142.3	127.6	111.6	105.2	130.7	378.0	457.6	475.1	475.7	484.9
영업이익	225.4	344.5	153.4	269.9	209.4	188.2	193.3	200.3	702.9	993.1	791.1	782.0	865.9
영업이익률(%)	8.9	12.4	6.2	9.5	8.8	8.2	7.9	7.3	7.0	9.3	8.0	7.4	7.6
영업이익 증가율(% YoY)	29.2	124.5	-4.4	25.8	-7.1	-45.4	25.9	-25.8	39.7	41.3	-20.3	-1.2	10.7
금융손익	-41.9	-24.6	13.8	-10.4	14.2	13.3	1.8	8.2	4.4	-63.1	37.6	49.8	62.4
기타손익	34.8	-3.5	46.9	-76.0	-5.9	-1.7	0.6	0.3	1.0	2.2	-6.8	7.1	-2.7
총속, 지배, 관계기업 손익	4.0	5.5	3.1	-12.3	1.9	1.6	1.6	1.6	7.4	0.4	6.7	6.4	6.4
세전이익	222.3	321.9	217.2	171.2	219.5	201.4	197.3	210.4	715.7	932.6	828.6	845.2	932.0
법인세비용	46.4	70.5	61.3	58.8	55.4	55.4	54.2	57.9	120.4	237.0	222.9	232.4	256.3
법인세율(%)	20.9	21.9	28.2	34.3	25.2	27.5	27.5	27.5	16.8	25.4	26.9	27.5	27.5
당기순이익	175.9	251.4	155.9	112.4	164.1	146.0	143.0	152.6	595.3	695.6	605.7	612.8	675.7
순이익률(%)	6.9	9.0	6.3	4.0	6.9	6.3	5.8	5.6	5.9	6.5	6.1	5.8	5.9
순이익 증가율(% YoY)	54.7	80.1	-3.9	-37.5	-6.7	-41.9	-8.3	35.7	69.6	16.8	-12.9	1.2	10.3
지배순이익	177.4	309.9	150.4	116.1	162.0	145.9	142.9	152.4	664.9	753.8	603.1	612.2	675.0

자료: 삼성E&A, 메리츠증권 리서치센터

삼성E&A(028050)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	10,054.3	10,624.9	9,870.0	10,552.2	11,468.5
매출액증가율(%)	34.3	5.7	-7.1	6.9	8.7
매출원가	8,973.4	9,174.2	8,603.9	9,294.5	10,117.7
매출총이익	1,080.9	1,450.8	1,266.2	1,257.7	1,350.8
판매비와관리비	378.0	457.6	475.1	475.7	484.9
영업이익	702.9	993.1	791.1	782.0	865.9
영업이익률(%)	7.0	9.3	8.0	7.4	7.6
금융손익	4.4	-63.1	37.6	49.8	62.4
중속/관계기업관련손익	7.4	0.4	6.7	6.4	6.4
기타영업외손익	1.0	2.2	-6.8	7.1	-2.7
세전계속사업이익	715.7	932.6	828.6	845.3	932.0
법인세비용	120.4	237.0	222.9	232.4	256.3
당기순이익	595.3	695.6	605.7	612.8	675.7
지배주주지분 순이익	664.9	753.8	603.1	612.2	675.0
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,947.7	5,965.3	6,558.1	7,692.6	8,167.3
현금및현금성자산	1,412.1	915.0	578.0	1,003.6	1,227.0
매출채권	2,130.6	2,101.2	2,269.2	2,538.2	2,508.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,901.1	1,836.1	1,820.4	1,793.9	1,771.9
유형자산	437.3	429.7	400.3	375.0	358.4
무형자산	75.0	80.6	66.4	48.4	35.3
투자자산	251.6	263.1	306.6	323.3	331.0
자산총계	7,848.7	7,801.4	8,378.5	9,486.5	9,939.2
유동부채	5,013.0	4,217.0	4,092.6	4,551.4	4,489.3
매입채무	934.9	874.5	844.7	944.9	933.7
단기차입금	231.9	119.3	134.5	124.1	114.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	258.7	286.1	319.4	355.7	351.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5,271.7	4,503.1	4,412.0	4,907.1	4,841.0
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	-21.9	-21.9	-21.9	-21.9	-21.9
기타포괄이익누계액	58.5	84.8	145.5	145.5	145.5
이익잉여금	1,676.5	2,430.4	3,033.5	3,645.7	4,163.9
비지배주주지분	-116.1	-174.9	-170.6	-170.0	-169.3
자본총계	2,577.0	3,298.3	3,966.5	4,579.4	5,098.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	576.7	-459.8	-254.7	567.7	431.5
당기순이익(손실)	595.3	695.6	605.7	612.8	675.7
유형자산감가상각비	41.6	43.5	60.1	62.3	59.2
무형자산상각비	15.5	21.8	23.9	18.0	13.1
운전자본의 증감	-303.7	-1,550.6	-870.2	-125.4	-316.5
투자활동 현금흐름	-528.8	16.4	-110.1	-133.4	-41.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-20.7	-28.0	-27.1	-37.0	-42.6
투자자산의 감소(증가)	-111.9	-11.2	-41.6	-16.7	-7.8
재무활동 현금흐름	174.7	-123.5	10.9	-8.8	-166.6
차입금증감	217.9	-130.5	13.4	-8.8	-9.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	273.8	-497.1	-337.0	425.5	223.5
기초현금	1,138.3	1,412.1	915.0	578.0	1,003.6
기말현금	1,412.1	915.0	578.0	1,003.6	1,227.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	51,298	54,209	50,357	53,838	58,513
EPS(지배주주)	3,393	3,846	3,077	3,123	3,444
CFPS	5,214	6,202	4,440	4,442	4,805
EBITDAPS	3,878	5,400	4,465	4,399	4,787
BPS	13,741	17,721	21,108	24,231	26,875
DPS	0	0	0	800	800
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	3.4	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	6.6	7.5	7.7	7.6	6.9
PCR	4.3	4.7	5.3	5.3	4.9
PSR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.6	1.6	1.1	1.0	0.9
EBITDA	760.0	1,058.4	875.1	862.3	938.2
EV/EBITDA	3.2	3.9	3.9	3.3	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	28.3	24.4	15.8	13.8	13.5
EBITDA이익률	7.6	10.0	8.9	8.2	8.2
부채비율	204.6	136.5	111.2	107.2	95.0
금융비용부담률	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	48.0	43.4	51.7	61.3	71.6
매출채권회전율(x)	5.1	5.0	4.5	4.4	4.5
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

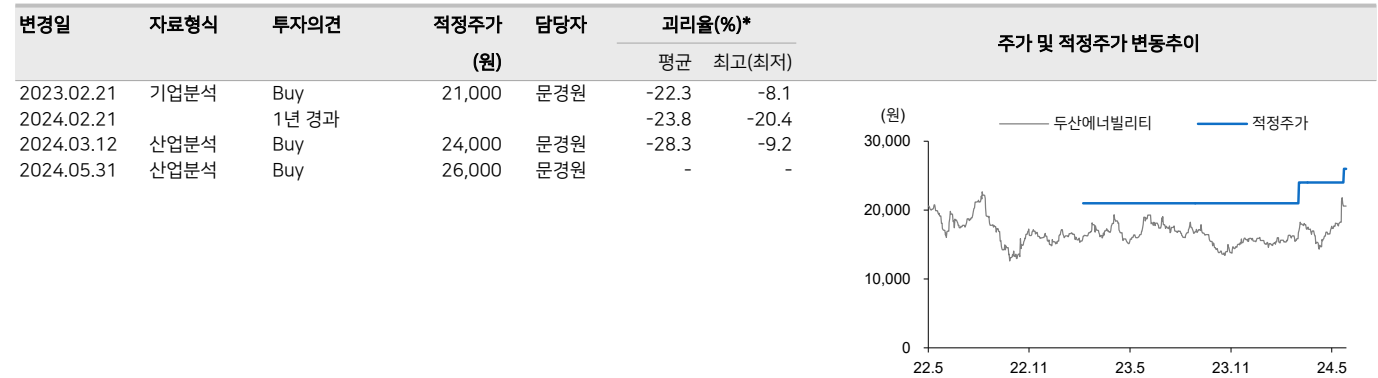
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

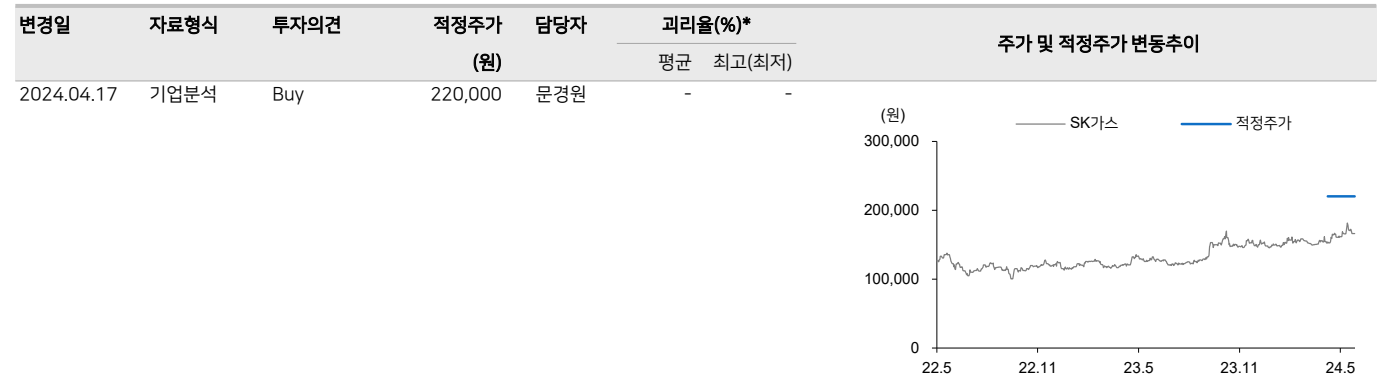
두산에너지빌리티 (034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



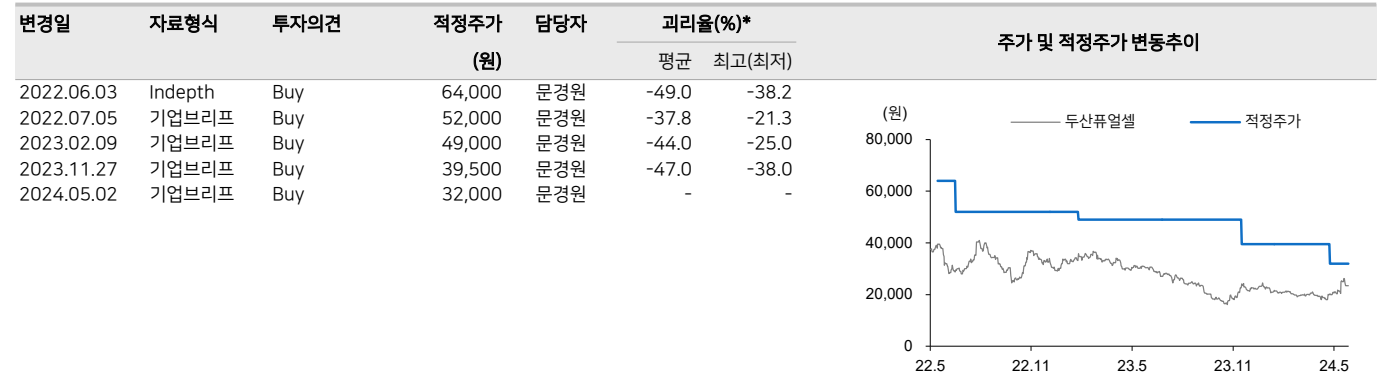
SK가스 (018670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



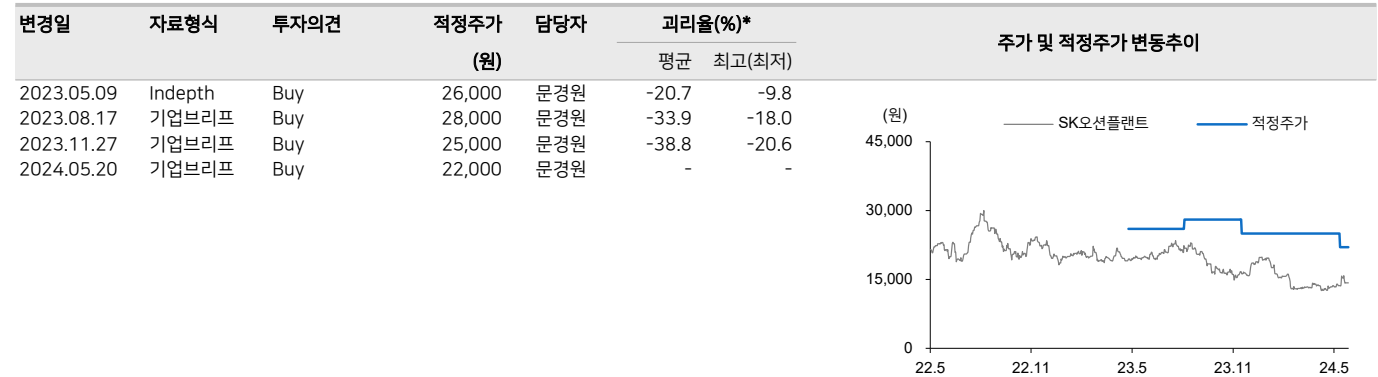
두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



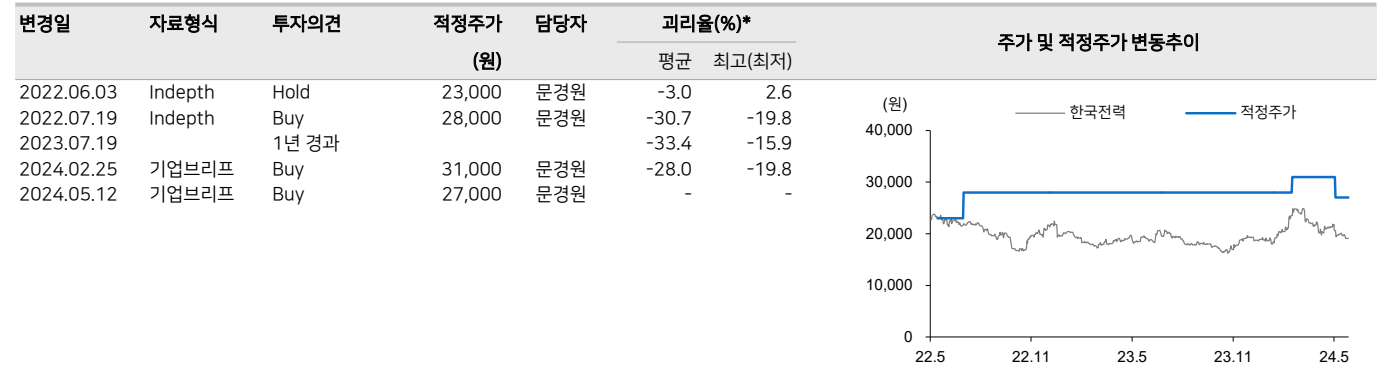
SK오션플랜트 (100090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼성E&A (028050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

