



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst
정홍식

02 3779 8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	38,000 원
현재주가	31,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (9/1)	1,045.98pt
시가총액	1,866 억원
발행주식수	6,000 천주
52 주 최고가/최저가	40,950 / 26,250 원
90 일 일평균거래대금	13.35 억원
외국인 지분율	25.6%
배당수익률(21.12E)	4.2%
BPS(21.12E)	46,302 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -7.5%
	6개월 -6.6%
	12개월 -1.1%
주주구성	김성기(외 14인) 36.7%
	TETON CAPITAL (외 1인) 13.3%
	FIDELITY 12.1%

Stock Price



금화피에스시 (036190)

경상정비 사업 영위, Valuation 저평가

민간 경상정비 사업: 안정성이 높다

동사는 민간 경상정비 국내 1위 기업으로 사업의 안정성이 매우 높다. 이는 발전소가 운영되기 위해서는 경상정비가 필수적이기 때문이다. 다만, 계획예방정비공사(OH: Overhaul, 고마진)가 어느 시기(분기)에 진행되는지에 따라 실적 변동성이 높아 실적 추정이 어렵고(분기 실적 변동성이 매우 높음), 주력 사업인 화력발전소의 신규건설이 부진하기 때문에 성장성에 우려감이 있지만, 지금까지는 안정적인 모습을 보여주었다.

안정적인 재무구조 & 배당메리트 & Valuation 저평가

동사는 순현금 1,370억원(2Q21 기준)을 보유하고 있으며, 투자부동산 117억원, 비유동 금융자산 288억원을 합산하면 시가총액과 비슷한 수준이다. 동사의 순현금은 배당의 재원으로 사용(과거 5년 Payout Ratio 22.9%)되고 있으며, 배당수익률 4.2%(DPS 1,300 원 가정)로 배당메리트가 높다. 그리고 2021년 P/E 6.5배, P/B 0.7배(ROE 10.5%), EV/EBITDA 1.0배 수준으로 저평가 상태다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 38,000원으로 상향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 35,000원 → 38,000원으로 상향한다. 이는 목표주가와의 괴리도 축소를 반영한 것으로 의미가 크지 않으며, 동사는 항상 Valuation 저평가를 보이고 있기 때문에 언제든지 Re-rating 가능성이 부각될 수 있다. 목표주가는 DCF Valuation으로 산출하였다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	209.4	235.3	239.1	245.2	249.2
영업이익	34.3	27.0	28.1	29.4	30.5
세전계속사업손익	37.4	39.8	36.8	38.1	39.2
순이익	27.7	29.9	28.1	29.1	29.9
EPS (원)	4,614	5,072	4,759	4,928	5,067
증감률 (%)	-30.3	9.9	-6.2	3.6	2.8
PER (x)	6.4	5.7	6.5	6.3	6.1
PBR (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	1.1	1.6	1.0	0.5	-0.1
영업이익률 (%)	16.4	11.5	11.7	12.0	12.2
EBITDA 마진 (%)	17.1	12.1	12.5	12.8	13.1
ROE (%)	12.0	12.1	10.5	10.1	9.6
부채비율 (%)	17.7	14.2	12.9	11.9	11.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 금화피에스시, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,360	2,350	2,058	2,333	2,094	2,353	2,391	2,452
YoY	24.4%	-0.4%	-12.4%	13.4%	-10.2%	12.4%	1.6%	2.5%
경상정비	1,247	1,518	1,431	1,810	1,500	1,869	1,848	1,909
발전소설비	88	73	167	369	690	309	366	300
해외도급공사	102	195	363	272	134	273	236	209
기타 & 연결조정	922	565	97	-118	-230	-98	-60	34
YoY								
경상정비	11.7%	21.7%	-5.7%	26.5%	-17.1%	24.6%	-1.1%	3.3%
발전소설비	-35.9%	-17.0%	130.2%	120.5%	86.8%	-55.3%	18.7%	-18.1%
해외도급공사	-40.1%	90.1%	86.5%	-25.1%	-50.7%	104.0%	-13.5%	-11.6%
기타	95.4%	-38.7%	-82.9%	-222.2%	94.9%	-57.6%	-38.7%	-156.5%
% of Sales								
경상정비	52.9%	64.6%	69.5%	77.6%	71.6%	79.4%	77.3%	77.8%
발전소설비	3.7%	3.1%	8.1%	15.8%	32.9%	13.1%	15.3%	12.2%
해외도급공사	4.3%	8.3%	17.6%	11.7%	6.4%	11.6%	9.9%	8.5%
기타	39.1%	24.0%	4.7%	-5.1%	-11.0%	-4.1%	-2.5%	1.4%
영업이익	277	298	339	414	343	270	281	294
% of sales	11.7%	12.7%	16.5%	17.7%	16.4%	11.5%	11.7%	12.0%
% YoY	18.0%	7.7%	13.6%	22.2%	-17.1%	-21.4%	4.1%	4.6%

자료: 금화피에스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

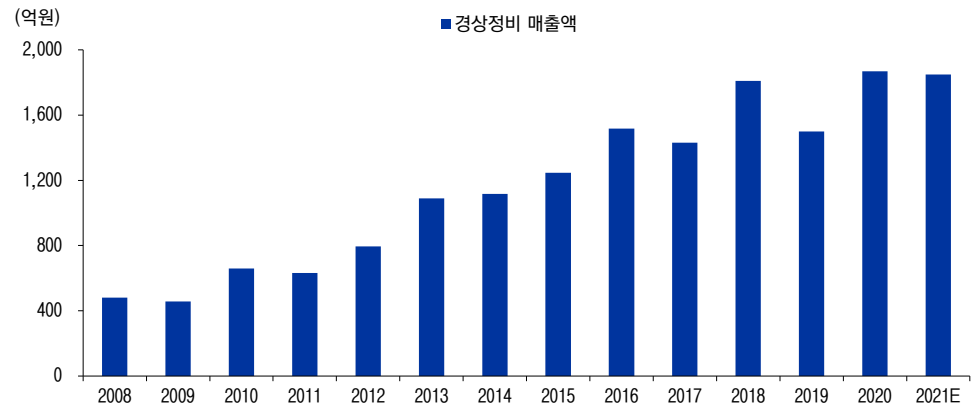
표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	496	909	400	549	564	787	434	607
YoY	9.2%	43.1%	5.4%	-12.3%	13.6%	-13.4%	8.5%	10.6%
경상정비	358	790	293	428	424	618	323	483
발전소설비	7	25	20	29	43	55	21	29
해외도급공사	65	58	25	29	24	42	22	26
기타	66	36	61	62	72	73	67	69
YoY								
경상정비	6.2%	58.9%	12.8%	5.4%	18.6%	-21.8%	10.3%	12.9%
발전소설비	639.4%	2706.7%	192.9%	470.0%	489.5%	118.2%	3.0%	0.6%
해외도급공사	-9.5%	-6.7%	-56.8%	-77.6%	-63.5%	-27.9%	-12.1%	-12.2%
% of Sales								
경상정비	72.1%	86.9%	73.3%	78.0%	75.3%	78.5%	74.5%	79.6%
발전소설비	1.5%	2.7%	5.1%	5.3%	7.7%	6.9%	4.8%	4.8%
해외도급공사	13.3%	4.0%	15.3%	11.4%	12.8%	9.3%	15.5%	11.4%
영업이익	33	204	15	18	39	139	34	69
% of sales	6.7%	22.4%	3.8%	3.2%	7.0%	17.7%	7.7%	11.3%
% YoY	-51.4%	67.9%	-0.3%	-87.2%	18.3%	-31.7%	123.7%	289.2%

자료: 금화피에스, 이베스트투자증권 리서치센터

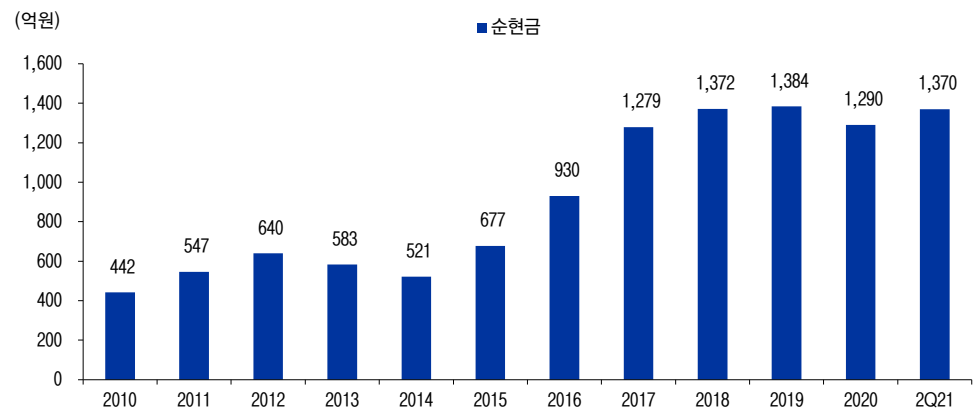
주: IFRS 연결기준

그림1 금화PSC 경상정비 매출액 추이



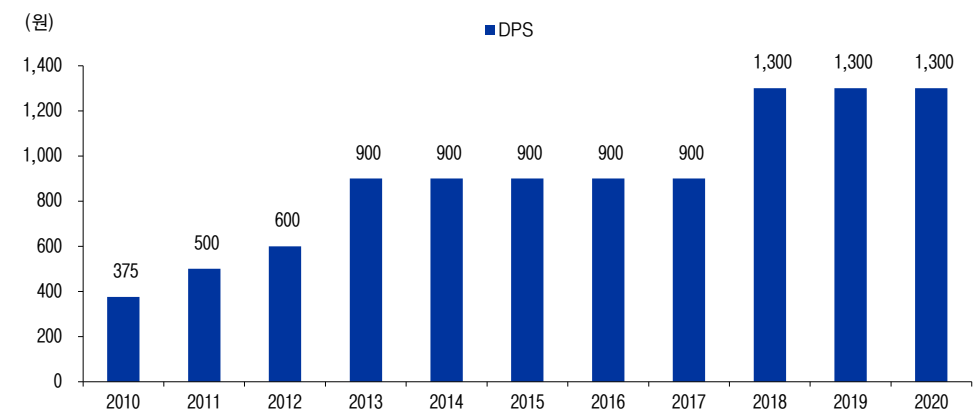
자료: 금화PSC, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림2 금화PSC 순현금 추이



자료: 금화PSC, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림3 금화PSC DPS 추이



자료: 금화PSC, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표3 DCF Valuation

(단위: 억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	270	281	294	305	318	327	
EBIT에 대한 법인세	63	66	69	71	74	77	
NOPLAT	207	215	225	233	243	251	
감가상각비	16	16	16	17	17	17	
총현금유입	222	231	241	250	260	268	
운전자본증감	-89	2	4	2	3	2	
유무형자산투자	17	55	55	55	55	55	
총투자	-72	57	59	57	58	56	
Free Cash Flow	295	174	183	193	202	211	211
PVIF (Present Value Interest Factor)		97%	88%	80%	73%	66%	60%
추정FCF의 현재가치		168	161	154	147	140	
계속가치 (2026년 이후)							2,113
Continuing Value Calculation							
FCF증가율 (2026 -normalized FCF)	0.0%						
계속성장률 g (%)	0.0%						
WACC	10.0%						
추정FCF 현재가치	770						
계속가치 현재가치	1,206						
Operating Value of FCFF	1,976						
Appraised company value							
비영업활동 투자자산	443						
순차입금	-1,370						
Net	1,813						
추정자기자본가치	3,789						
발행주식수 (천주)	6,000						
자기주식수 (천주)	94						
추정주당가치 (원)	64,161						
적정주당가치 (원)	38,497	← 유동성 Risk를 고려한 40% discount					
현재주당가격 (원)	31,100						
Potential (%)	23.7%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

금화피에스시 (036190)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	184.0	169.1	184.6	200.2	217.6
현금 및 현금성자산	32.1	42.2	67.1	79.4	93.5
매출채권 및 기타채권	25.5	17.6	21.9	22.4	22.8
재고자산	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
기타유동자산	125.2	108.0	94.3	97.1	100.0
비유동자산	97.7	125.0	129.8	135.4	140.0
관계기업투자등	31.5	50.9	51.7	53.0	53.9
유형자산	24.0	24.5	27.4	30.2	32.8
무형자산	8.5	8.5	8.9	9.4	9.8
자산총계	281.7	294.1	314.4	335.6	357.6
유동부채	38.7	29.8	29.3	29.3	29.2
매입채무 및 기타채무	2.8	3.4	3.2	3.2	3.3
단기금융부채	4.6	1.6	1.4	1.3	1.1
기타유동부채	31.4	24.8	24.8	24.8	24.8
비유동부채	3.5	6.8	6.6	6.4	6.3
장기금융부채	0.3	2.2	2.0	1.8	1.6
기타비유동부채	3.3	4.6	4.6	4.6	4.7
부채총계	42.3	36.5	35.9	35.7	35.5
지배주주지분	239.4	256.9	277.8	299.2	321.5
자본금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
자본잉여금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
이익잉여금	230.0	250.4	270.8	292.2	314.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
자본총계	239.4	257.6	278.4	299.9	322.1

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	23.0	15.2	31.5	19.6	21.1
당기순이익(손실)	37.4	39.8	28.1	29.1	29.9
비현금수익비용가감	5.8	-4.9	8.0	-9.0	-8.5
유형자산감가상각비	1.4	1.5	1.8	1.9	2.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-1.2	-9.7	6.1	-11.1	-10.7
영업활동 자산부채변동	-3.8	-12.5	-4.6	-0.5	-0.3
매출채권 감소(증가)	-5.5	4.9	-4.3	-0.6	-0.4
재고자산 감소(증가)	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.0	0.6	-0.3	0.1	0.1
기타자산, 부채변동	1.9	-18.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-6.0	6.4	1.2	0.5	0.8
유형자산처분(취득)	-1.4	-1.6	-4.7	-4.7	-4.7
무형자산 감소(증가)	-0.6	-0.1	-0.5	-0.6	-0.6
투자자산 감소(증가)	2.2	18.4	6.3	5.8	6.1
기타투자활동	-6.1	-10.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-8.9	-10.4	-7.8	-7.8	-7.8
차입금의 증가(감소)	-0.8	-1.1	-0.2	-0.1	-0.1
자본의 증가(감소)	-7.8	-7.8	-7.7	-7.7	-7.7
배당금의 지급	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7
기타재무활동	-0.3	-1.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	7.9	10.1	24.9	12.3	14.1
기초현금	24.2	32.1	42.2	67.1	79.4
기말현금	32.1	42.2	67.1	79.4	93.5

자료: 금화피에스시, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	209.4	235.3	239.1	245.2	249.2
매출원가	165.8	197.5	198.5	203.0	205.7
매출총이익	43.6	37.8	40.7	42.2	43.4
판매비 및 관리비	9.3	10.9	12.6	12.8	13.0
영업이익	34.3	27.0	28.1	29.4	30.5
(EBITDA)	35.9	28.6	30.0	31.4	32.7
금융손익	3.2	0.9	2.0	2.1	2.1
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.2	9.9	9.9	9.9	9.9
기타영업외손익	-0.3	2.0	-3.2	-3.2	-3.2
세전계속사업이익	37.4	39.8	36.8	38.1	39.2
계속사업법인세비용	9.8	9.9	8.7	9.0	9.3
계속사업이익	27.7	29.9	28.1	29.1	29.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	27.7	29.9	28.1	29.1	29.9
지배주주	27.7	30.0	28.1	29.1	29.9
총포괄이익	28.1	29.7	28.1	29.1	29.9
매출총이익률 (%)	20.8	16.1	17.0	17.2	17.4
영업이익률 (%)	16.4	11.5	11.7	12.0	12.2
EBITDA마진률 (%)	17.1	12.1	12.5	12.8	13.1
당기순이익률 (%)	13.2	12.7	11.8	11.9	12.0
ROA (%)	10.2	10.4	9.2	9.0	8.6
ROE (%)	12.0	12.1	10.5	10.1	9.6
ROIC (%)	36.3	27.5	29.0	31.0	30.2

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	6.4	5.7	6.5	6.3	6.1
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	1.1	1.6	1.0	0.5	-0.1
P/CF	4.1	5.0	5.2	9.3	8.7
배당수익률 (%)	4.4	4.5	4.2	4.2	4.2
성장성 (%)					
매출액	-10.2	12.4	1.6	2.5	1.6
영업이익	-17.1	-21.4	4.1	4.6	3.7
세전이익	-27.8	6.4	-7.6	3.6	2.9
당기순이익	-30.2	8.2	-6.1	3.6	2.8
EPS	-30.3	9.9	-6.2	3.6	2.8
안정성 (%)					
부채비율	17.7	14.2	12.9	11.9	11.0
유동비율	474.9	567.9	628.9	683.7	744.9
순차입금/자기자본(x)	-57.8	-49.9	-56.2	-57.4	-58.8
영업이익/금융비용(x)	280.3	309.2	295.2	324.9	354.6
총차입금 (십억원)	4.9	3.8	3.4	3.1	2.8
순차입금 (십억원)	-138.4	-128.6	-156.6	-172.0	-189.3
주당지표(원)					
EPS	4,614	5,072	4,759	4,928	5,067
BPS	39,902	42,823	46,302	49,873	53,581
CFPS	7,206	5,829	6,017	3,346	3,573
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300

금화피에스시 목표주가 추이

(원)

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

19/09

20/03

20/09

21/03

주가

목표주가

투자자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2015.04.29	변경	정홍식									
2019.10.07	Buy	40,000	-24.8		-30.9						
2020.04.01	Buy	35,000	-13.9		-20.9						
2021.04.02	Buy	35,000	17.0		-4.9						
2021.09.02	Buy	38,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)