

2009년 10월 17일

# 한전KPS (051600)

Buy

## 형만 믿고 가자

### v 팽창하는 전기에너지 시장

- 향후 15년간 전력소비량은 매년 2%씩 성장할 것
- CO2 배출에 대한 반성으로 화석연료의 시대는 저물어가고 있고, 이로 인해 에너지업계의 판도는 원자력 발전을 중심으로 수렴할 것
- 발전, 송변전 설비를 유지·관리하는 동사로서는 전방사업 확대와 핵심사업 부분의 시장 내 비중 확대로 성장성이 보장

### v 개발되지 않은 해외시장으로의 진출 박차

- 메이저 플레이어들에 뒤지지 않는 기술력, 핵심인력만 파견하고 현지인력으로 보충함으로써 생기는 가격 경쟁력
- 정부는 개발여지가 풍부한 해외시장으로의 진출 장려 중
- 보수, 정비의 중요성이 점차 부각됨에 따라 동사에 대한 수요는 늘어날 것
- 영업이익률이 상대적으로 높은 해외사업 진출로 이익률 개선 기대
- 2006년 매출비중 2.5%에서 2008년 6.5%, 2009년은 7.6%. 예상

### v 안정적인 매출처와 재무구조

- 매출의 90%가 모회사인 한국전력공사와 그 계열사들로부터 나온 것
- 동종 업종에 관계사가 분포함으로써 얻을 수 있는 수주에서의 이점
- 이는 관련 매출을 현금으로 회수할 수 있게 하는 바탕이 되기도 함

적정주가: 41,690원  
현재주가: 32,600원  
(10/16 기준)  
상승여력: 27%

시가총액	14,670억 원
ROE	18.40%
ROA	14.60%
영업이익률	9.50%
배당수익률	3.2%
P/E Ratio	21.56
P/B Ratio	3.57

주요주주:  
한국전력공사 (80%)



### SMIC 리서치 2팀

팀장 이준성  
팀원 홍보화  
이태경  
김은영  
김수정

# 1. Introduction

## 한전KPS

한전KPS는 최초의 정비전문업체로 한전이 전액출자한 전력보수전담회사였다.

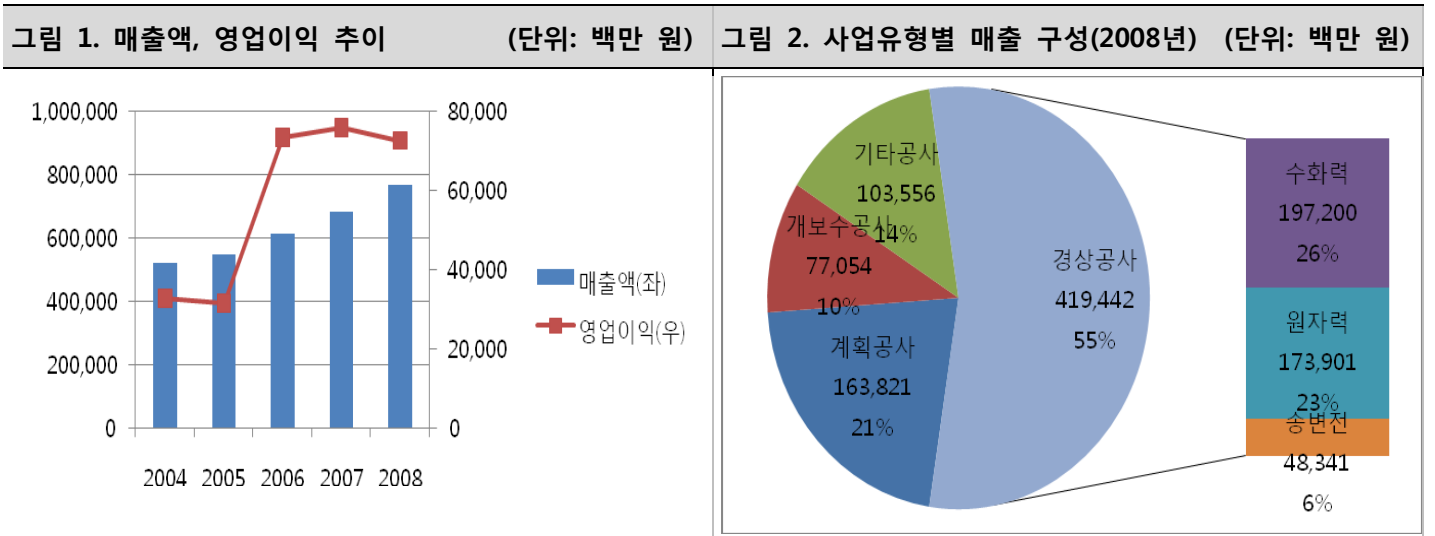
한전KPS는 1974년 한아공영(株)의 이름으로 설립되었었고, 최초의 정비전문업체였다. 이후 1977년 한전의 전액출자와 함께 보수전담회사로 재출범하였고 주식회사 한전보수공단으로 개칭하게 된다. 2007년에 이르러 회사상호를 한전KPS주식회사로 변경하고 같은 해 12월 유가증권시장에 상장하였다.

동사는 국가적 차원에서 전력을 안정적으로 공급할 수 있도록 유지, 보수 및 관리를 해 주고 있다.

동사는 전력설비사업을 영위하는 회사이다. 국가적 차원에서 한전이 전력을 생산하고 판매한다고 하면, 한전KPS는 기본적으로 발전소에서 전력을 안정적으로 공급할 수 있도록 유지, 보수 및 관리를 해주고 있는 것이다. 구체적으로, 수화력과 원자력 발전소에서 발전소 운전 중의 점검 및 정비를 하는 경상예방정비공사와, 발전소를 정지시키고 분해 점검과 정비를 실시하는 계획예방 정비공사, 그리고 성능을 개선하는 개보수공사와 건설 발전 설비의 시운전 기간 중에 정비를 하는 시운전 정비공사를 수행하고 있다. 그리고 발전설비의 해체와 철거도 담당하며, 국내에서의 전력설비사업뿐만 아니라 해외에서도 발전설비를 운전하고 정비하는 Total Solution 제공을 맡고 있다.

## 매출관련 기본사항

동사의 매출액은 2008년 기준 약 7,639억 원이며, 매출총이익은 1,120억 원, 영업이익은 725억 원, 당기순이익은 687억 원이다. 매출액의 55%가 경상예방정비공사에 해당되며, 계획예방 정비공사는 21%, 해외 매출을 포함한 GT정비기술센터나 원자력정비기술센터와 같은 기타 부서에서 발생하는 기타공사 매출이 14%, 개보수공사는 10%를 차지하고 있다. 2008년 기준 해외매출은 전체 매출의 6.5%를 구성하고 있고, 전체 매출의 90%정도는 한전관계사인 관급공사로부터 발생하고 있다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

## 2. Industry

### 2-1. 전력 산업

**전력과 전력산업의 특성 - 자연스럽게 국가 기간산업이 되었다**

전력은 석탄, 석유, 수력, 원자력 등의 에너지를 이용하여 생산하며, 신뢰성, 편리성, 제어성, 청결성, 다용도성과 같은 특성을 가지고 있다. 또한 전력은 생산과 소비가 동시에 이루어지며 저장이 불가능한 재화로서의 성격을 가지고 있다. 전력은 발전, 송전, 배전의 3단계를 거쳐 최종 소비자에게 전달된다. 전력을 생산하기 위해서는 발전소 건설 등 대규모의 투자가 수반되어야 하고, 생활 필수재이기 때문에 소비자에게 가격전가를 할 수 없으며, 따라서 자연스럽게 국가 기간산업이 되었다. 우리나라에서는 한국전력과 6개의 발전회사가 전체 발전의 94%를, 그리고 송전과 배전의 100%를 점유하고 있다.

**전력 수요 분석**

전력 수요를 용도별로 나누어 보면, 가정용 소비가 산업용 소비보다 경기에 둔감하여 상대적으로 안정적 소비 형태를 보이고 있다. 또한 산업별로는 전력 고소비 산업인 섬유와 철강산업이 성장할 때 전력의 소비량이 증가하는 반면, 전력 저 소비산업인 반도체와 통신기기 산업이 성장시 소비량이 감소하는 경향이 있다. 계절적으로는 냉방수요가 집중되는 하절기에 연중 최대전력수요가 발생하는 모습을 보여준다.

### 2-2. 전력 시장

**지속적으로 성장해 온 전력시장**

한국의 전력시장은 1962년부터 시작된 정부의 경제발전 정책과 더불어 전력부족현상을 해결하기 위해 노력했고, 빠르게 성장해왔다. 전력판매 실적은 경기의 변동에 따라 산업용과 상업용 전력수요도 같이 변하기 때문에 GDP 성장률과 밀접한 관계를 나타낸다. 1991년 이후 전력판매량은 연평균 8.4%증가하였으며 국내총생산(GDP)은 연평균 5.3% 증가하였다. 전력소비는 외환위기를 전후로 성장률이 크게 둔화된 적이 있었지만, 1999년 경제 회복과 더불어 다시 크게 증가하였다.

그림 3. 경제성장률과 에너지 소비 추이

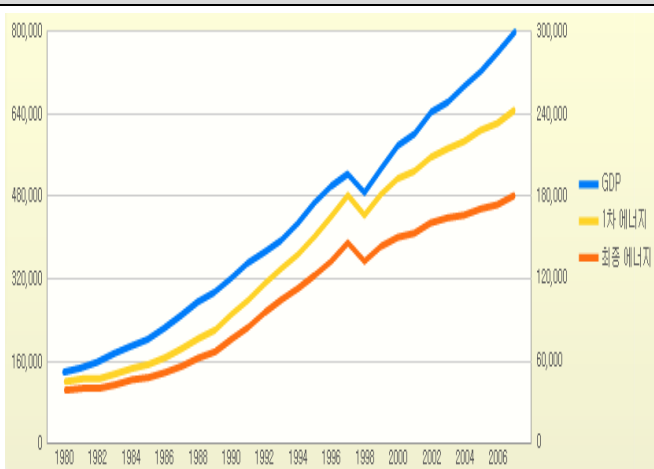
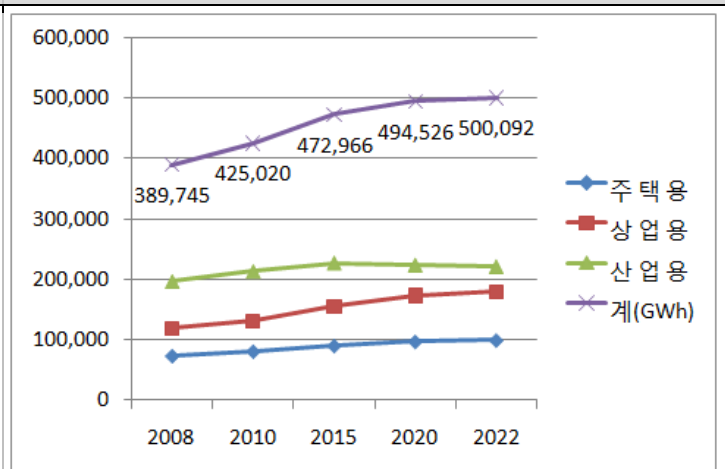


그림 4. 향후 15년간의 전력수요 전망



출처: 에너지경제연구원, Research Team 2

출처: 지식경제부, Research Team 2

**전력시장의 파이는 지속적으로 커질 것이다.** 지식경제부가 제4차 전력수급기본계획에서 2008년부터 2022년까지 향후 15년간의 전력수요를 전망한 것에 따르면, 국내 총 전력소비량은 연평균 2.1% 증가하여 2022년에 5,001억kWh(2008년 3,686억kWh)에 이를 것으로 예측된다. 뿐만 아니라 여름철 최대 전력 수요는 2009 ~ 2022년 기간에 연평균 1.9%증가할 것으로 예상된다.

**전기자동차의 보급과 같은 새로운 전력 수요 발생은 전력 시장 규모 증대를 시사한다.** 또한 전기자동차의 보급 등으로 인해 새로운 유형의 전력 수요가 창출될 것이라고 전망한다. 향후 전 세계 승용차 시장이 매년 5%씩 성장하고, 이 중 5%가 전기자동차로 보급되고, 전기 자동차가 매일 50km씩 주행한다고 가정할 경우 10년 후에 필요한 추가 전력량은 112TWh에 달한다. 1GW 발전소 14개를 추가로 지어야 되는 규모이다. 이는 향후 지속적인 전력 수요의 증가에 따라 전력산업 시장의 규모가 커질 것임을 시사하고 있다.

**석탄·석유에 의존적인 상황, 구조적 변화 필요하다.** IEA(International Energy Agency, 국제에너지기구)는 『세계에너지전망(WEO: World Energy Outlook) 2009』 보고서를 통해 기후변화 관련 내용과 CO2 관련 내용을 공개하였다. 이 보고서는 장기적으로 CO2 및 온실가스의 배출 감축을 주된 목표로 삼고 있는데, 우리나라의 CO2배출량과 증가율이 높은 것에 대해 지적하고 있다. 우리나라는 '90~'07년의 기간 동안 CO2 증가율이 113%로 OECD 내 최고 수준이며, 이는 세계 증가율의 3배 정도의 수치다. 이는 전체 CO2 배출량의 83%가량을 차지하고 있는 석탄과 석유의 소비에 대한 의존도가 높기 때문이다. 이런 상황은 에너지원의 구조적인 변화를 위한 국가의 노력이 필수적임을 시사한다.

**원자력 발전의 비중이 확대될 것으로 예상된다.** 석유 다소비 경제 구조가 지속될 경우 유가 급등락에 따른 경기의 민감성이 커져 급변동이 발생할 확률이 높다. 특히 화석 연료에 대한 고갈 우려와 그에 따른 고유가 행진이 계속되는 점을 감안할 때 화석연료에 대한 의존도를 줄이는 것이 중요하다. 따라서 현재 각국에서는 화석 연료를 대신할 수 있는 대체 에너지 개발에 심혈을 기울이고 있는 상황인데, 현재 태양광, 풍력, 태양열, 바이오 연료 등의 신재생 에너지는 여러 가지 한계로 인해 점유율이 미미한 수준에 머물러 있고 가장 현실적인 대안은 원자력 에너지의 비중을 높이는 것이다.

그림 5. 업체별 전기자동차 100km주행시 필요전력량			그림 6. 전기자동차 보급률별 10년 후 필요한 원전				
업체명	모델명	필요 전력량	전기자동차 보급율	10년 후 보급량(만대)	필요전력량 (평균가정)	10년 후 필요전력량	필요 추가 원전(1GW)
독일 아우디社	E-Tron	17kWh	매년 5%씩 보급	3,236	8.6kWh	100.4TWh	14개
프랑스 르노社	Z.E	15kWh	매년 10%씩 보급	6,427		200.8TWh	29개
스웨덴 볼보社	C30	16kWh	매년 15%씩 보급	9,708		301.2TWh	43개
중국 BYD社	E6	18kWh	매년 20%씩 보급	12,944		401.6TWh	57개

출처: 언론보도, 한화증권 리서치센터

출처: 한화증권 리서치센터

**중국과 인도 등 이머징 국가의 발전량 늘어날 것이다.**

IEA(국제에너지기구)에서는 2030년에는 중국과 인도가 세계 전력수요의 45%를 차지할 것이라고 전망한다. 이에 따르면 2030년까지 총 1.25조 달러의 금액이 전력분야에 투자되어야 할 것으로 전망된다. 최근 중국은 향후 5년간 130여 개의 원자로를 추가로 건설할 계획을 발표했고, 인도 역시 프랑스 Areva와 원자력 발전소 건설계약을 체결했다. 베트남은 전력난 해소를 위해 외국기업의 전력산업의 신규 투자 유치를 위해 정부 정책을 추진 중이며, 2020년까지 총 60개 이상의 발전소를 추가로 건설할 예정이다. 뿐만 아니라 러시아, 터키, UAE 등 개발도상국, 선진국 너나할 것 없이 전력 발전설비 확보에 막대한 투자를 하고 있다.

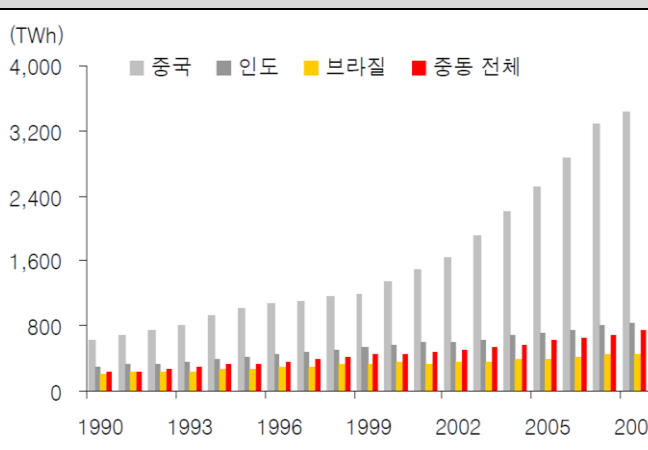
지금까지는 전력 시장의 성장성에 대해서 알아보았다. 전력 시장이 성장하면 당연히 전력을 생산하기 위한 발전 설비 시장이 따라 성장할 수밖에 없다.

**2-3. 전력정비 시장(발전설비 시장)**

**발전 설비 산업 - 전력 정비 산업의 정의와 분류**

발전설비 정비란 기존에 있는 발전 설비를 이용해, 보다 안정적이고 효율적으로 생산성을 향상시킬 수 있도록 발전설비를 최적의 상태로 유지시키기 위한 모든 활동을 일컫는다. 발전소를 기준으로 정비활동을 분류해 보면 크게 경상정비와 계획예방정비, 그리고 개·보수 공사와 기타 공사 등으로 나눌 수 있다. 경상정비는 발전소 가동 중에 설비의 이상 유무를 사전에 점검하여 고장발생을 방지하는 예방정비 및 예측정비를 지칭하는 것이며, 계획예방정비는 정기적으로 가동을 중단하고 필요한 설비를 분해점검조립 및 성능·시험하는 정비를 일컫는다. 개·보수공사는 경상 및 계획예방정비를 제외한 정비로, 설비의 성능을 향상 시키고 고장을 최소화하기 위한 정비이며 기타공사에는 민간 발전설비를 대상으로 하는 대외공사와 해외공사가 있다.

**그림 7. 중국, 인도, 브라질, 중동의 발전량 추이**



출처: BP社, 한화증권 리서치센터

**그림 8. 발전설비 건설 계획 (단위: 만kw)**

구분	원자력	석탄	LNG	석유	기타*	계
설비 현황 ('08년말)	1,772 (20기)	2,371 (49기)	1,797 (46기)	534 (27기)	664	7,136
추진 사업 ('09~'22)	1,520 (127기)	624 (77기)	663 (117기)	7 (1기)	527	3,341
폐지 계획 ('09~'22)	-	53 (37기)	154 (67기)	182 (137기)	-	388
설비 용량 ('22년 기준)	3,292 (32기)	2,942 (53기)	2,306 (51기)	359 (15기)	1,190	10,089

\* 기타는 양수, 신재생 에너지(수력포함), 집단에너지 설비임

출처: 지식경제부, 제4차 전력수급기본계획

전력 시장의 성장과 함께 발전 설비 시장 또한 향후 지속적으로 증가하고, 이는 전력정비산업과 그 시장의 직접적인 성장을 도모할 것이다.

지식경제부는 제4차 전력수급기본계획에서 향후 전력수요 증가에 맞춰 발전설비도 내년부터 총 37조원을 투자하여 3,341만kW의 발전량을 추가로 확충하여 2022년에는 총 1억 89만kW의 전력 발전량을 확보하게 될 것이라고 하였다. 발전원 별로 나누어 보면, 원자력 12기(3차 계획 반영 8기, 신규 4기), 석탄 7기, LNG 11기 등 추가적으로 확충해 나갈 계획이다. 이에 따라 2022년 발전원 별 설비 비중은 원자력이 33%로 올해(23.8%)보다 대폭 증가할 것이며, 전체적으로도 매년 3%씩 증가할 것이다. 뿐만 아니라 발전량비중은 원자력이 올해(34%)보다 대폭 증가한 48% 수준으로 전망한다. 발전설비의 증가는 전력산업뿐만 아니라 전력정비산업 시장의 직접적인 성장을 도모할 것이다.

### 2-3-1. 국내 상황

국내의 특수 상황으로 인력이 정비 사업에서 중요한 요인이 된다.

국내에 있는 발전소들은 각각 미국, 영국, 일본, 독일 등의 다양한 국가가 일괄 도급 방식으로 건설해 발전소마다 서로 다른 형태를 하고 있다. 발전소에 표준규격이 있는 것이 아니기 때문에, 다양한 발전소의 상황에 따라 능동적으로 대처해야 하며 결국 경험이 풍부한 인력이 정비 사업에서 중요한 요인이 되는 경향이 있다.

국내의 전력정비 사업은 한전KPS가 오랜 기간 동안 담당해왔다.

이러한 국내에서 전력정비 사업은 누가 담당했을까? 한전KPS는 한국전력의 자회사로서 오랜 기간 동안 한전이 보유하고 있는 발전 자회사들의 시설을 유지·보수해 온 경력이 있으며, 따라서 국내 전력 정비 산업의 M/S는 대부분 한전KPS가 차지하고 있다. 화력과 수력의 경우에는 M/S의 80% 수준, 원자력의 경우 난이도와 경험, 안전관리 등의 문제 때문에 KPS의 점유율이 100%인 상황이다.

정부의 정책에 따라 산업이 경쟁체제로 들어섰지만, 아직은 공기업격인 한전KPS와 민간은 격차가 있다.

정부의 공공기관 선진화 정책에 따라, 한전KPS가 독점하고 있던 발전소 정비 시장이 민영과 공공기관 간 경쟁 체제로 들어서긴 했지만, 민간정비업체는 아직 영세하고 축적된 기술력이 충분치 않다. 뿐만 아니라 인력에 대한 대우도 공기업인 한전KPS와 민간기업간의 격차가 크다고 할 수 있기 때문에 진정한 의미의 경쟁이라고 할 수는 없는 상황이다. 사실상 저마진 정비는 민간 쪽으로 이관하고 고마진의 원자력 정비와 해외 정비 사업은 한전KPS가 독점하는 방향으로 나가고 있다.

발전소의 수명을 늘리는 것이 중요해짐에 따라 발전설비 정비 수요가 늘어나고 있다.

발전소는 한번 건설하는데 오랜 시일이 걸리고 NIMBY 현상 등으로 인해 발전소의 건설이 어려운 관계로 점점 발전소의 수명을 늘리는 것이 관심사가 되고 있기 때문에 발전설비 정비에 대한 수요는 지속적으로 늘어나고 있는 상황이다. 발전소가 노후화 되면서 계획예방정비 일수가 늘어나는 것 역시 정비에 대한 수요가 늘어나는 원인 중 하나다.

2-3-2. 해외 상황과 한국 대표인 한전KPS의 진출

해외 경쟁업체는 발전소 건립을 함께 하면서 장비 판매 목적도 가지고 있기 때문에, 전문성이 떨어질 뿐더러 비용이 더 들게 만들고 있어서 한전KPS를 유리하게 만든다.

동남아 등에 기 진출해 있는 한전KPS의 경쟁업체는 GE, 지멘스 등 발전소 제작을 함께하고 있는 메이저 플레이어가 대부분이다. 이들은 발전소를 건립한 이후 지속적으로 발전소를 관리해 주는 역할을 하는데, A/S자체 보다는 건설 후에도 지속적으로 장비를 판매하여 수익을 올리는 것이 주된 목적이기 때문에, A/S 자체를 목표로 하는 동사보다는 비용이 비싼 측면이 있다. 해외의 경쟁자들은 한전KPS와 같이 발전소 정비를 주력으로 하는 독립된 법인이 아니라, 원전(원자력발전소) 건설을 전문으로 하는 회사의 한 부서에서 A/S를 담당하고 있는 상황이기 때문에 전문성 면에서 한전KPS에 비해 떨어지고 문제 발생시 수리를 하기 보다는 부품 교체를 하는 방식으로 해결하는 모습을 보인다.

경쟁사에 비해 기술 대비 가격경쟁력을 갖추고 있다.

한전KPS의 경우 수십 년간 발전소를 정비, 관리해 온 노하우가 있고 부품을 재생하여 사용하는데 뛰어난 기술이 있기 때문에 경쟁사 대비 가격 경쟁력을 보유하고 있는 실정 이다. 특히 계획예방정비의 경우 맨파워가 가장 핵심이 되는 부문인데, 이 부분에서 동사는 경쟁력을 갖추고 있으며, 해외에서도 계획예방정비의 필요성이 점점 강조되는 만큼 동사의 해외시장 진출은 확대될 것으로 생각된다.

그림 9. 미래 발전량 비중의 변화

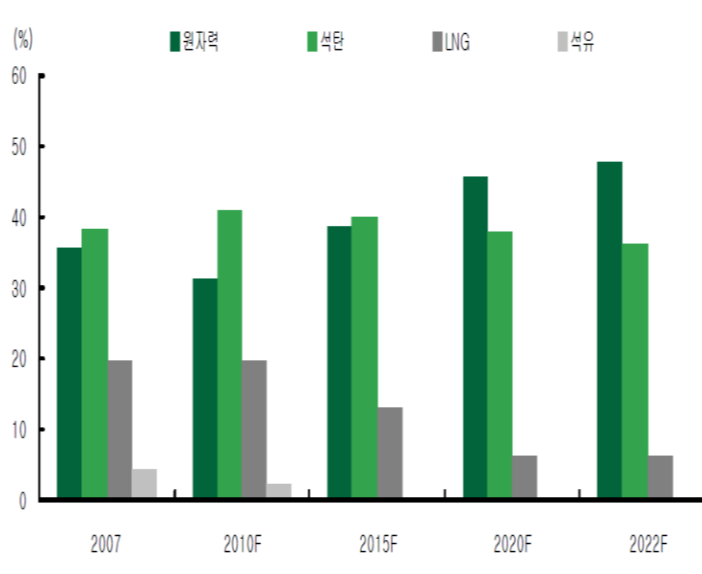
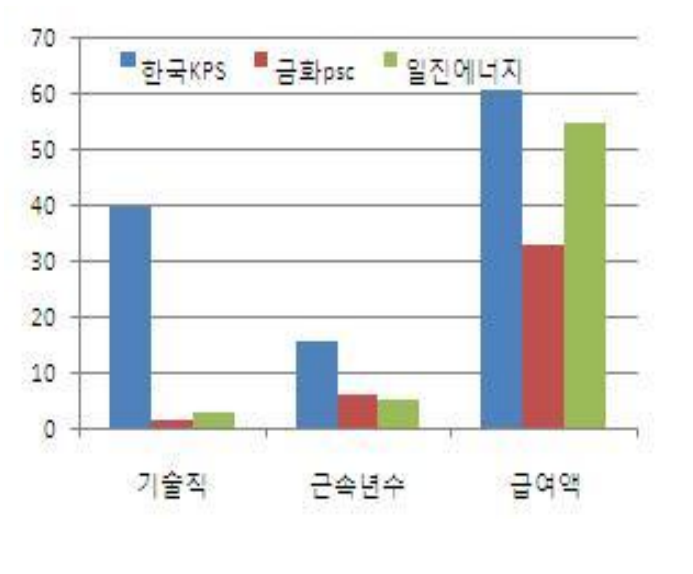


그림 10. 각사 인력구성 현황



출처: 지식경제부, 제4차 전력수급기본계획, IBK투자증권

출처: 각사 사업보고서, Research Team 2

### 3. Company

#### 3-1. 기업소개 및 매출 정보

한전KPS는 발전설비와 송변전설비 등의 유지관리를 수행하는 Total Service를 제공하는 기업이다.

한전KPS는 1974년 한국전력공사가 전액 출자한 (주)한아공영으로 발족하여, 발전설비 정비전문회사로 설립되었다. 전력의 안정적 공급이라는 공익적 목적을 달성하기 위해 전국에 걸쳐 수화력 및 원자력발전소 등 다양한 발전설비와 국가 중요 전력공급망인 송변전 설비 등에 대한 유지관리와 같은 total service를 수행하고 있다. 사업유형으로는 경상정비, 계획공사 등이 있고, 사업부문에는 수화력사업, 원자력 사업 등이 있다.

#### 작년 실적 정보 및 매출구성 정보

2008년 기준 동사의 매출액은 7638억7300만원, 영업이익은 725억4400만원, 당기순이익은 687억 원이었다. 매출액은 2006년 이후로 매년 12%의 성장을 보이고 있다. 매출은 크게 경상공사, 계획공사, 개보수공사 등으로 집계되며 각 사업유형은 수화력, 원자력, 송변전 부문으로 세분화된다. 매출액의 55%를 담당하는 것은 경상공사매출이며, 매출구성의 비율은 매년 비슷하게 유지되고 있다. 2008년 전체 매출의 6.5%인 499억 6200만원이 해외공사로부터 온 것이었으며 이는 2007년의 2.7%, 2006년의 2.5%에 비해 늘어난 비율이다. 그리고 정비 및 공사 수주는 90%정도를 관급공사에서 조달하고 있다.

그림 11. 사업유형

사업유형	설명
경상정비	발전소 가동 중에 설비의 이상 유무를 사전에 점검하여 고장발생을 방지하는 예방정비 및 예측정비를 수행
계획공사	정기적으로 가동을 중단하고 필요한 설비를 분해·점검·조립 및 성능을 시험하는 정비
개보수공사	경상 및 계획예방정비를 제외한 정비로, 설비의 성능을 향상시키고 고장을 최소화하기 위한 정비
해외공사	호주, 동남아, 서남아, 중동 등지에서 다양한 발전설비서비스관련 해외사업을 수행해 오고 있으며 최근에는 아프리카 등지로 사업을 확장
대외공사	한전 이외의 민간발전설비 정비

출처: IR 자료

그림 12. 사업부문

사업부문	설명
수화력사업	전국 28 개 수화력사업장, 5 개 전문정비실의 총 176 기 발전설비 대상 시운전정비, 경상정비, 계획예방정비, 개보수공사 등
원자력사업	고리 1 호기 상업운전 시작이래 운전중인 20 기 원자력발전소 대상 경상정비, 계획예방정비, 개보수공사
송변전사업	송전선로 유지정비, HVDC 해저케이블, 변환설비 유지정비, 전력시설물 건설, 감리 및 설계 용역
기타사업	국내대외사업, GT/원전정비기술센터, 해외사업, 부천/안양, 기술용역, 임대사업

출처: IR 자료

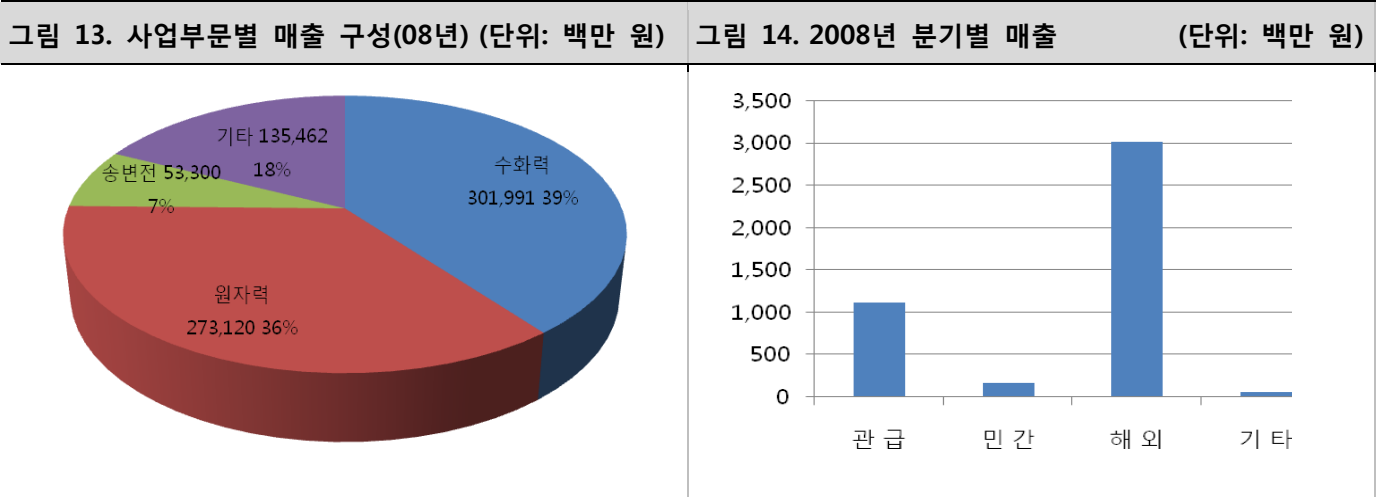


봄, 가을에 매출이 더 많이 나는 특성이 있다.

경상예방정비공사를 제외한 계획예방정비공사와 개보수공사의 매출은 계절적인 특성을 보인다. 매출은 주로 여름, 겨울보다 봄, 가을에 높게 나타난다. 이는 전력사용량이 많은 여름과 겨울에 안정적인 전력수급을 위해 봄, 가을에 설비 가동을 멈추고 정비하고 있기 때문이다.

매출의 90%가 관계사에서 나온다.

한전KPS에 대한 한국전력공사의 지분율은 동사의 상장으로(2007.12.14) 100%에서 80%로 변동되었다. 사업의 특성상 매년 매출의 90% 정도가 관계회사, 즉 한국전력 및 그 자회사로 있는 발전회사들에서 이루어지고 있다. 이는 대부분 현금으로 수금을 할 수 있게 하는 바탕이기도 하다. 한국전력의 관계사로는 동사를 포함하여 한전KDN, 한국남동발전(주), 한국서부발전(주), 한국수력원자력(주) 등이 있다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

**그림 15. 한국전력공사 관계사 현황**

법인명	주요사업	한전지분율 (%)	법인명	주요사업	한전지분율 (%)
한국전력기술(주)	발전소 설계	97.9	한국서부발전(주)	전력자원의 개발, 발전	100
한전 KPS(주)	전력설비 보수	80	한국남부발전(주)	전력자원의 개발, 발전	100
한국원자력연료(주)	원전연료 성형, 가공	96.4	한국동서발전(주)	전력자원의 개발, 발전	100
한전 KDN(주)	정보통신업무	100	한국수력원자력(주)	전력자원의 개발, 발전	100
한국남동발전(주)	전력자원의 개발, 발전	100	가로림조력발전(주)	전기, 가스, 증기 및 공기조절공급업	0

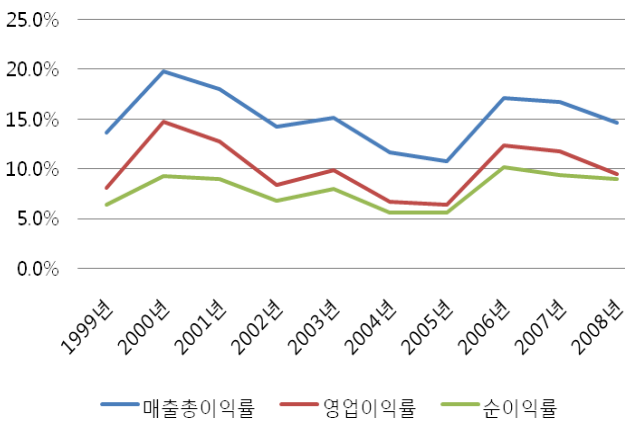
출처: 사업보고서

3-2. 재무분석

2004년과 2005년의 이익률 저하는 인력 요인이었는데, 최소 2년간 같은 문제는 일어나지 않을 것이다.

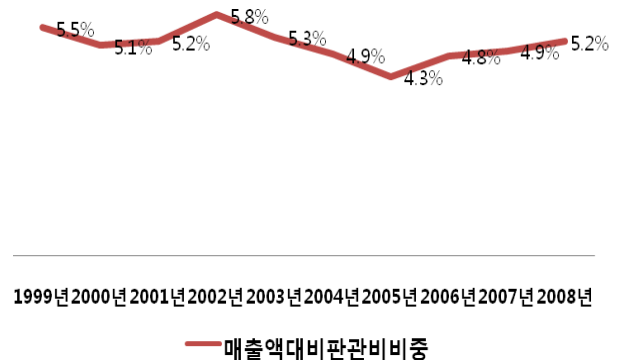
동사의 10년 평균 영업이익률은 10.07%이며, 10년 평균 매출총이익률은 15.17%이다. 매출액 대비 판관비 비중[그림 17]은 꽤 안정적인 특징을 지니고 있으며, 그렇기 때문에 매출총이익률의 변화는 거의 당기순이익률에 반영이 되고 있다. 그런데 2004년과 2005년에는 매출총이익률이 상대적으로 저조한 모습을 보였다. 실제로 2004년의 매출총이익률 11.62%이며, 영업이익률은 6.76%였고, 2005년의 매출총이익률은 10.75%, 영업이익률은 6.43%였다. 이 이유는 인력 관련 문제였는데, 퇴직이 많아 퇴직금 지급이 많았고 인센티브 또한 많이 지급되었었다고 한다. 특히 퇴직한 인원만큼의 보충이 안되어서 하도급을 많이 주었다고 하는데, 이에 따라 공사원가인 하도급비용이 많이 나가서 매출원가에 속하는 공사원가가 크게 늘었다는 것이다. 올해와 내년은 일단 임금 동결이고 해외 발전정비사업이 성장세에 있는 관계로 정부에 인력 확대 보충을 요청한 상태라고 하니 이러한 문제는 한동안 다시 일어나지 않을 것이다.

그림 16. 매출총이익률, 영업이익률, 순이익률 변화



출처: Research Team 2

그림 17. 매출액 대비 판관비 비중 변화



출처: Research Team 2

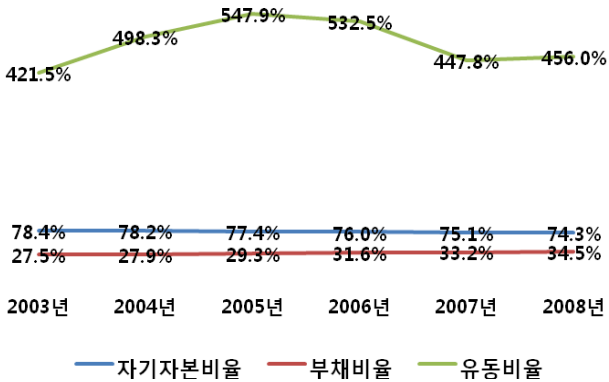
자산구성은 매우 안정적이다.

자산구성을 살펴보면 일단 굉장히 안정적인 회사임을 확인할 수 있다. 부채비율은 2008년 말 기준 34.5%밖에 되지 않고, 유동비율은 456%로 높은 수준이다. 이러한 재무적 안정성은 국내 발전소 정비 및 유지 관리라는 사업의 특성상 매출의 변동성이나 산업의 재편 가능성 자체가 크지 않으므로 지금까지 유지된 상황이 앞으로도 계속 유지될 가능성이 매우 높다.

현금성자산의 증가와 함께 이자수익 또한 증가하였다.

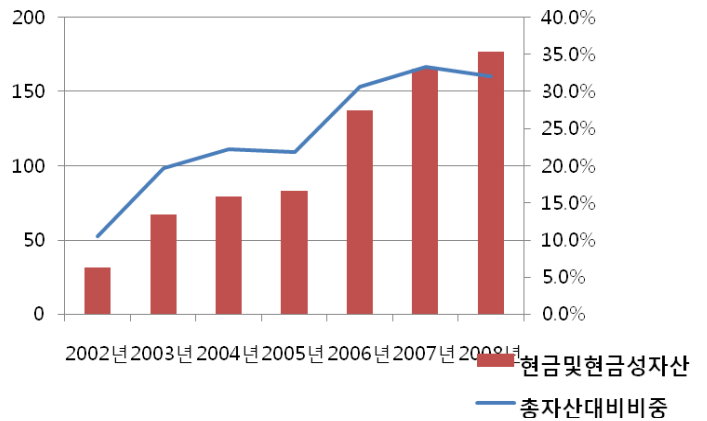
2002년도부터의 변화를 보면 현금성자산이 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있다. 특히 기타현금및현금성자산(예금)의 비중이 크게 늘어난 것인데, 2009년 6월 기준 그 금액은 2376억 원이며 총자산대비 비중은 37.5%에 달한다. 이에 따라 영업외수익인 이자수익도 영업외수익에서 큰 비중을 차지하게 되었다.

그림 18. 안정성 지표



출처: Research Team 2

그림 19. 현금및현금성자산(좌:십억 원), 총자산대비 비중

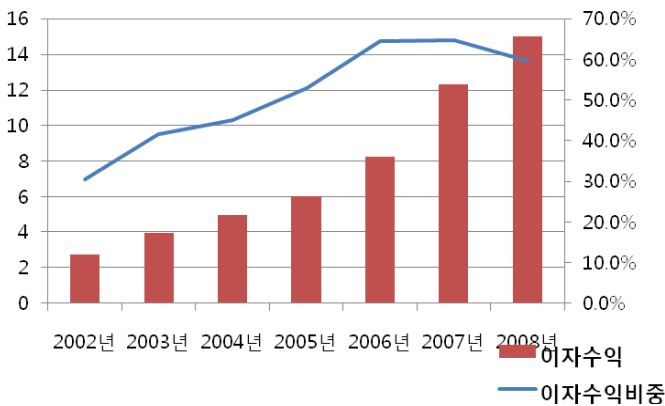


출처: Research Team 2

현금흐름은 일관된 모습을 유지하는데, 영업 현금흐름은 순유입을 기록하고 투자유출액은 그것의 약 45%를 차지하며, 재무유출액은 현금배당에 의한 것이다.

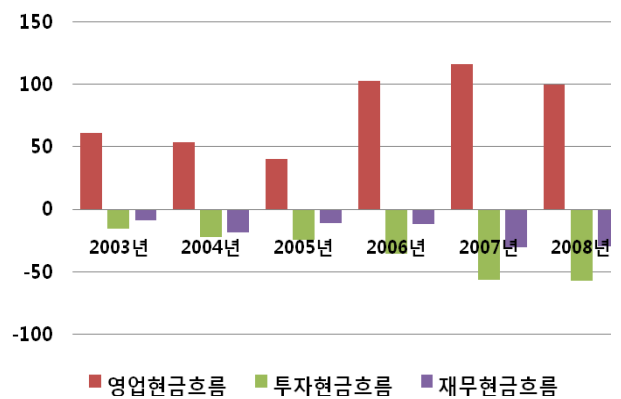
현금흐름 또한 일관된 모습을 유지하고 있다. 최근 3년간은 천억 원에 달하는 영업 현금흐름 유입을 보이고 있으며, 평균적으로 영업현금 유입 대비 45%만큼의 현금을 꾸준히 투자에 지출하고 있다. 그리고 재무현금흐름에서 보이는 것은 주로 주주들에게 돌아가는 현금배당금 지급인데, 2006년과 2007년에는 약 310억 원, 2008년에는 360억 원을 지급하였다. 상장 이후 50% 내외를 유지한 배당성향은 2008년 52.43%였고 배당수익률은 3.2%였다. 이러한 동사의 상황은 변동없이 이어질 것으로 보인다.

그림 20. 이자수익(좌: 십억 원)과 영업외수익대비 비중



출처: Research Team 2

그림 21. 현금흐름 변화 (단위: 십억 원)



출처: Research Team 2

매출채권 회수 관련 문제는 거의 없다.

2009년 6월 기준 동사는 770억 원의 매출채권을 가지고 있었는데, 이 중 627억 원이 특수관계사인 한국전력공사와 그 관련사에 대한 매출이기 때문에 매출채권 회수에 대한 문제는 없어보인다. 2008년 한 해 동안 6886억 원의 매출이 한국전력에서 발생한 것을 생각해보면 매출채권량 또한 그리 많지 않다고 판단된다. 2008년의 매출채권 회전율은 7.99이며, 매출채권 회수기간은 45.67일이다.

타법인 출자와 파생상품체결 사항은 없으며, 환관리를 성실히 하고 있다.

타법인 출자와 파생상품체결 사항은 없다. 수출에 따른 해외 프로젝트 수주에 의한 외화 수금이 외자재 수입에 의한 외화 지출보다 많은 현금흐름을 가지고 있으므로 환율하락에 따른 환차손을 환리스크 관리의 주 대상으로 하여 환관리를 하고 있다고 한다. 동사는 국내 회계법인으로부터 환리스크관리를 받고 별도의 전담부서와 인원을 배치하며, 기본적으로는 회사 내부적으로 Natural Hedge 후 잔여 환포지션에 대해 금융기관을 통해 환위험을 제거 또는 최소화하는 것을 목적으로 Hedge 거래를 시행하고 있다.

3-3. 경쟁력

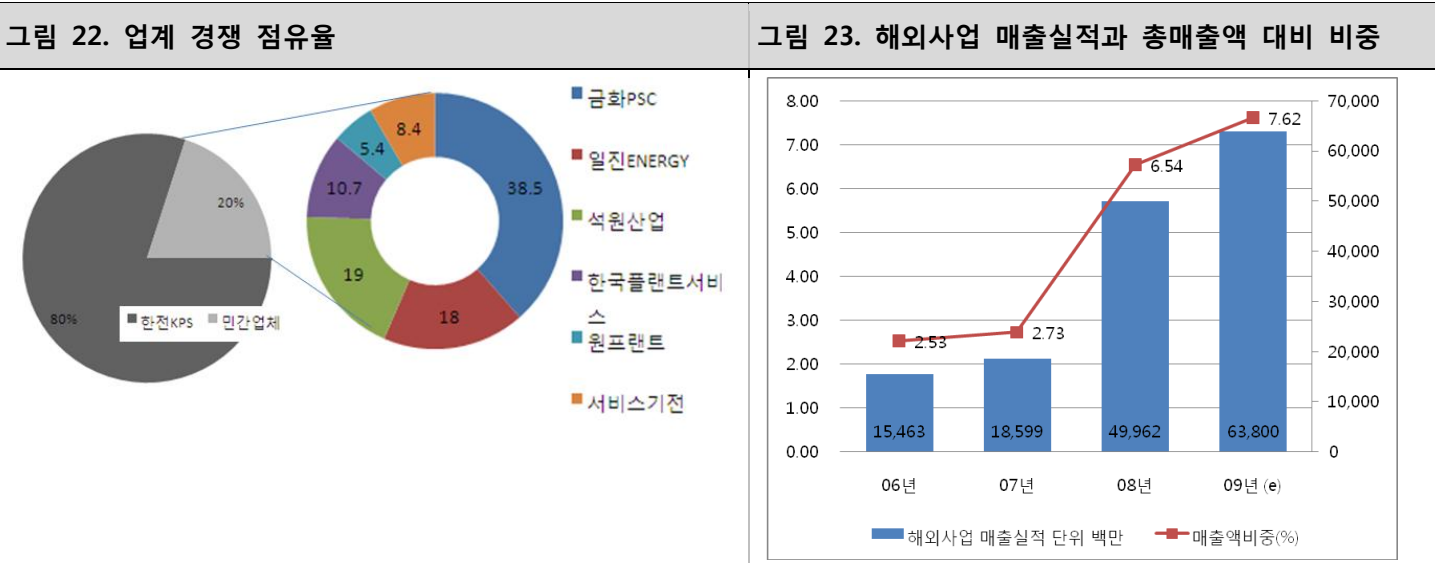
정부 정책으로 민간 정비업체가 생겨나서 시장점유율 하락 가능성이 있다.

지난 2002년 9월 발전정비 분야에 경쟁을 도입하겠다는 정부정책이 발표된 이래, 6개 민간 정비업체인 (주)금화PSC, (주)일진정공, 석원산업(주), 한국플랜트서비스(주), (주)원프랜트, 에이스기전(주)이 육성되었다. 이들과 동사는 2008년 1월 산업자원부의 종합지원프로그램과 적극적인 협력으로 한국발전정비협회를 발족시켰다. 정부는 발전정비업체가 뭉쳐서 성장하고 수출할 수 있게 하자는 모토로 회원사들 간에 지식·정보 교류를 활성화하고자 했다. 특히 민간정비업체 육성차원에서 압도적 1위 업체이자 기술력 차이로 인해 교육의 주체가 되는 한전KPS 연수원 개방 등을 통해 교육기회를 확대해 나갈 계획이다. 이러한 정부의 민간발전보수업체 육성책은 향후 발전설비 시장이 경쟁체제로 전환되게 하여 동사의 시장점유율을 하락시킬 가능성이 있으므로 투자자의 입장에서는 위험요인으로 제시될 수 있다.

3-3-1. 기술력

동사에게 기술 이전을 받고 있는 민간업체들은 가격 및 기술 경쟁력이 뒤진다.

그러나 발전설비가 최신 첨단기술의 집약체로 발달함에 따라 발전설비 정비 또한 첨단기술을 응용하는 전문업체가 아니면 감당하기 어려울 뿐만 아니라 이를 위해서는 막대한 교육투자, 첨단장비 활용과 기술개발력이 뒷받침이 되어야 하므로, 현재 동사에게 기술 이전을 받고 있는 민간업체들이 동사와 같은 수준의 업체로 성장하기 위해서는



출처: 전력거래소

출처: 반기보고서, RESEARCH TEAM 2

막대한 자금투자와 상당한 육성시간을 필요로 하게 된다. 동사는 절대적인 규모와 기술력 등 해외시장에서 인정받은 터, 타사와 비교할 수 없는 수준의 다변화된 선진기술 도입선을 보유하고 있으며, 수십년간 축적된 정비기술 노하우를 활용해 시장우위와 가격 및 기술경쟁력이 확보되어 있다.

**발전설비의 다양성과 동사가 구축한 규모의 경제는 민간업체들이 따라잡기 힘들게 한다.**

또한 민간업체들은 발전 설비가 갈수록 다양해지기 때문에 여러 종류의 발전 설비 정비능력을 단기간에 갖추기가 어렵고, 시공경험, 기능보유인력, 기술력 차이 때문에 동사에 비해 규모의 경제 측면에서도 불리할 수밖에 없다. 따라서 발전설비시장이 개방되어도 동사의 절대적인 경쟁력 우위는 지속될 것으로 전망된다.

### 3-3-2. 인력

**동사는 중요한 경쟁요소인 인력 양성에 힘쓰고 있으며, 국내 최고 수준의 전문 인력들을 보유하고 있다.**

과학이 아무리 발달해도 정비기술은 사람의 손에 의해 그 가치를 평가받는다. 이에 동사는 사내 교육기관과 국내외 전문기관 위탁교육, 해외 제작사 훈련 등을 통해 최정예 정비 인력을 양성하고 있다. 최첨단 설비를 갖춘 강의실, 교수연구실, 정비훈련동, 생활관 및 부대시설을 갖춘 자체 교육시설 종합연수원과 원자력 훈련원은 전 세계적으로 플랜트 설비 정비 분야에서 동사만한 전문인력의 수와 최신장비를 보유한 회사가 없도록 하는 데 기여하였다. 동사는 업계에서 압도적으로 위상이 높으며 시간이 지날수록 축적된 경험을 높이 대우하는 회사측의 태도는 (품질명장 선정 및 포상제도 운영) 일인당 자격 보유수 평균 4.7개의 국내 최고 수준 전문인력들이 동사를 떠나지 않게 한다.

**직원 개인의 관점에서 도 직장만족도가 높고 인력 유출입에 대한 문제는 거의 부각되지 않는다.**

또한 직원 개인의 관점에서, 한전의 자회사로서 담당 발전설비에 대한 직원들의 주인 의식이 충만하다고 한다. 게다가 공기업인 회사의 특성상 직원들의 지위도 공사 직원이 다. 임직원에게의 사택지원이나 자녀학자금 지원, 여가 및 가정 생활 지원 등의 사내 복지나 사회적 지위와 직업적 안정성 등 사원들이 회사에 바라는 많은 것들을 충족시켜주고 있다. 그렇기 때문에 타사로의 인력유출이나 인력 유입의 어려움과 같은 문제는 거의 부각되지 않는다.

### 3-4. 해외진출

**해외발전설비 시장진출은 꾸준하며, 수주액과 매출액 모두 매해 증가하고 있다.**

동사는 1980년대 초 중동의 발전 및 담수설비 전후 복구사업을 시작으로 해외에 진출하였고, 그 후 1996년 필리핀 말라야 화력 복구 공사로 사업을 본격적으로 재개했다. 이후 전세계로 시장을 넓혀 필리핀, 파키스탄, 미국, 인도, 중국, 호주, 남아공, 나이지리아 등 25여 개 국에서 활발히 해외사업을 수행하고 있으며, 2007년부터 적극적인 해외 진출 노력으로 해외 발전설비 수주액이 2006년 183억 원에서 2008년 1,490억 원으로 급증하였다. 또한 2009년 상반기에는 3월 인도 '발코'사와 화력 발전소 운전 및 정비 계약(277억 규모) 등을 통해 수주금액 923억 원을 따내 전년도 전년동기대비 101억 원 증가(54.9%증가)를 보여주었으며 이 같은 상승세를 적용한 올해 목표 수주액은 2천억 원이라고 한다. 이에 따라 동사의 해외 사업 매출 비중은 2007년 기준 전체 매출액의 2.7%에서 2008년 6.5%로 증가하였으며, 올해 예상 해외 사업 매출 비중은 7.62%이다.

주력시장인 인도, 필리핀, 호주 등지에서 발전설비 운전 및 정비 사업을 하고 있으며, 중국을 포함한 세계 각국에 진출하여 서비스 및 기술 수출을 하고 있다.

해외사업에서 기존 주력시장은 인도, 필리핀, 호주 등이고 신규 진입시장은 아프리카, 파키스탄 등지이다. 동사는 인도, 파키스탄, 마다가스카르 등지에서 발전소의 운전 및 정비뿐만 아니라 전력생산까지 책임지는 발전설비 운전 및 정비(O&M) 사업을 하고 있다. 필리핀, 레바논, 남아공, 파키스탄, 수단 등지에서는 발전설비의 경상정비, 긴급 복구 등 발전설비의 total solution을 제공하는 발전설비 정비 사업을 하며, 설비가 노후된 필리핀, 호주, 나이지리아, 수단 등지에서는 발전소의 성능 개선과 주요 부품 교체를 통한 수명연장 및 사고 설비 복구 사업을 한다. 원자력발전설비 정비 분야에서는 기술 선진국인 미국, 유럽, 일본 등에 서비스 및 기술을 수출하고 있으며, 2006년 중국 광동원전과 기술지원 계약(TAA)을 체결함으로써 원전 정비에 있어 유망한 잠재 시장인 중국에도 진출하였다.

예방과 수리위주의 정비방식은 해외에서 같은 기술력 대비 가격 경쟁력을 가지게 하며, 다양한 발전소를 전체적으로 관리한 노하우는 동남아 등의 값싼 경쟁자들 대비 기술 경쟁력을 갖게 하였다.

앞서 전력정비시장에서 언급하였듯이, 동사의 해외 발전정비 시장 진출에서의 가장 큰 경쟁력은 예방과 수리 위주의 정비방식이다. 동사의 경쟁사인 해외의 발전소 제작사들의 정비 방식은 작은 고장에도 부품 전체를 교체하는 부품교체방식이다. 반면 동사는 필요 부품은 재생하며, 기본적으로 계획예방정비방식을 취해 기존 발전 설비 자체의 수명연장을 꾀하여 정비 단가가 상대적으로 저렴하다. 그래서 GE, 지멘스-웨스팅하우스, ABB-Alstom, 도시바, 히타치 등 선진 업체에 대해서 가격 경쟁력을 갖추고 있다. 또한 국내 발전설비 정비를 담당한 34년간, 미국, 일본, 영국, 독일 등의 다양한 제조업체가 설립한 발전소를 두루 정비해온 노하우는 동남아 등의 정비업체에 대해서 기술 경쟁력을 가지게 하였다.

그림 24. 해외 주요 수주 내역

<b>인도</b>	<b>파키스탄</b>
98년 GMR O&M	08년 다하키복합화력
'04년 찬드리아 화력	<b>일본</b>
'05년 베마기리복합화력	04년 원자로 헤드 관통관 검사 용역
'08년 잘수구다화력	<b>미국</b>
09년 발코 화력	KULAN 등 R&D 개발기술 수출
<b>호주</b>	<b>중국</b>
99년 베이스워터화력 터빈, O&M	08년 광동원전 기술지원 계약
00년 에라링 화력 터빈	<b>나이지리아</b>
<b>남아공</b>	08년 엑빈화력 보일러복구공사
08년 전력청 grootvlei 및 화력	

출처: 사업보고서

그림 25. 해외 진출 현황



출처: 공식 홈페이지

## 4. Risk & Issue

### 4-1. 지분매각 이슈

한국전력은 보유중인  
동사 주식 80% 중  
20%를 매각할 계획이  
다.

한국전력은 정부의 5차 공공기관 선진화 방안에 따라 보유중인 동사의 지분 80% 가운데 10%를 2010년까지, 다시 10%를 2012년까지 각각 순차적으로 매각할 계획이다. 동사의 지분 20%는 821억 원의 규모인데, 모회사인 한국전력의 재무상황 개선 등 공기업 민영화에 따른 수익으로 경제 살리기에 나선 정부정책에 의해 시장에 풀리게 된다. 구체적인 매각방식은 결정된 바 없으나 대주주 지분율이 높은 기업이므로 시간 외 매매로 블록세일할 것으로 예상되어 시장주가에 큰 변동을 주지 않을 것으로 보인다.

이는 동사 주식의 거래 유동성을 높여 기업가치 적정 평가를 용이하게 하고 주가변동성을 낮춘다 점에서 긍정적일 것이다.

현재 동사의 주주 구성을 살펴보면, 한전이 80%, 우리사주조합이 2.3%로 16.7%만이 주식 시장에서 거래되고 있어 유동주식비율이 낮은 편이다. 따라서 향후 있을 한국전력의 지분 매각은 거래 유동성 측면에서 유통물량의 증가를 가져와 기업가치를 보다 적정하게 평가받게 하며 주가변동성을 낮춘다는 측면에서 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

포스코의 민영화에서 보는 것처럼 공기업의 민영화는 경쟁력 강화 및 실적 개선이라는 효과를 지닐 수 있으므로 전망을 밝게 볼 수 있다.

분할매각이 완료되면 동사의 민간인 주주 비율은 40%에 달하게 된다. 이는 기업의 실적에 신경을 쓸 수 밖에 없는 상황임을 보여준다. 동사가 일반적인 공기업과는 달리 민간기업보다 경쟁력을 갖는 것은 사실이지만, 전방산업을 독점한 한국전력이라는 막강한 모회사의 보호 및 지원 덕에 지금까지 성장할 수 있었던 것으로 볼 수도 있다. 그러나 공기업은 특성상 민간기업과 달리 시장의 치열한 생존경쟁에는 직접 노출되어 있지 않아 시장에 의한 감시, 견제 기능을 기대하기 어렵고 기술혁신이나 원가절감 등 동기가 미흡하여 비효율적인 경영이 될 소지가 항상 존재한다. 따라서 공기업의 민영화는 뛰어난 실적개선을 보여주는데, 이는 포스코의 민영화 이후 기업가치 급상승 사례에서 볼 수 있다. 동사 또한 분할매각을 통해 예산과 정원에 대한 정부의 통제를 벗어나 신규 인력 수급이 유연해지는 등 부분 민영화에 따른 경쟁력의 강화 및 실적 개선을 예상해 볼 수 있다. 부정적으로 한국전력 즉 매출처와의 관계가 약해져서 매출액이 줄어들지 않을까 하는 우려의 목소리도 내 볼 수 있겠지만, 앞서 동사의 경쟁력을 설명할 때 확인한 타 경쟁사들과의 차별성을 생각해보았을 때 그러한 염려는 하지 않아도 될 것이다.

### 4-2. 신재생에너지 Risk

신재생에너지 개발 및 확대는 정부차원에서 추진되고 있는데, 동사는 수화력 및 원자력을 담당하므로 Risk가 될 수 있다.

신재생에너지는 화석 연료나 핵분열을 이용한 에너지가 아닌 대체에너지를 말한다. 올해 초 출범한 오바마 정부는 2012년까지 미국 전체 전력생산량 중 10%, 2025년까지 25%를 신재생에너지로 충당하겠다는 계획을 발표한 바 있다. 또한 한국 정부 역시 2003년말 10개년 기본계획을 수립하여 2011년도 신재생에너지 비중을 5%로 확대한다는 목표를 설정하고 본격적으로 기술개발 및 보급사업을 추진하고 있다. 동사의 기술력은 수력, 화력, 원자력, 송변전에 한정되어 있으므로 신재생에너지 비율의 확장이 정부의 의욕적인 정책아래 수행된다면 산업의 성장성에 마이너스 영향을 미칠 수 있겠다.

그러나 신재생에너지의 생산효율성이 낮아서 상용화에는 시간이 걸리며, 원자력 에너지가 향후 20년을 이끌어갈 것으로 추측되므로 크게 걱정하지 않아도 된다.

하지만 2008.6월 기준 신재생에너지 발전전력의 가격은 태양광이 711.25원(30kW미만) / 677.38원(30kW이상), 풍력이 107.29원 등으로 평균 전력가격인 62.72원에 비해 상당히 높은 수준이다. 또한 아직까지 태양광과 태양열은 현재 에너지 밀도가 낮아 많은 수의 태양전지 또는 집열판을 사용해야 하며, 1일 평균 3.5~4시간밖에 일조시간을 이용할 수 없다. 풍력에너지 역시 바람이 불지 않을 때 에너지를 저장하기 위한 축전기술이 아직 개발되지 않았다. 이렇게 신재생 에너지원들이 아직 비효율적인 면이 높고 수익 또한 나오지 않으므로, 가까운 시일 내에 상용화되지 않을 것으로 보는 것이 옳다. 즉, 원자력 에너지가 향후 20년을 이끌어갈 중대한 에너지로 각광받고 있으므로 동사의 전망은 밝다고 하겠다.

**4-3. 민간 부문의 경쟁자 등장**

민간 부문의 경쟁자로는 금화PSC가 있다.

공공기관 선진화 방안의 하나로 한전KPS가 독점해 왔던 발전소 정비부문이 민간부문에 개방되었다. 상장된 업체로는 일진에너지와 금화PSC가 있는데, 일진에너지의 경우 화공기계와 신재생 에너지 분야의 비중이 크기 때문에 적절한 비교 대상은 아니고, 금화PSC가 상대적으로 더 적절한 비교대상이라고 생각된다.

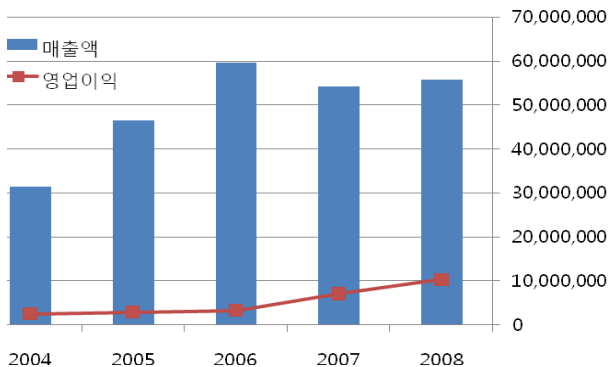
금화PSC의 매출구조와 2008년의 실적

금화PSC는 민간정비업체 중 점유율 1위를 보여주고 있는 업체이다. 민간 업체가 진출해있는 수화력 발전 부문 중 한전KPS가 차지하고 있는 80%를 제외한 나머지 20% 중 38%를 금화PSC가 점유하고 있다. 매출의 대부분은 87%를 차지하는 경상공사에 의한 것이다. 2008년 기준 매출액은 556억 원, 영업이익은 102억 원, 당기순이익은 92억 원이다. 매출액 기준으로 한전KPS의 약 1/14배 수준임을 알 수 있다.

한전KPS와는 규모에서 차이날 뿐더러 해외수주는 아직 불안정적이다.

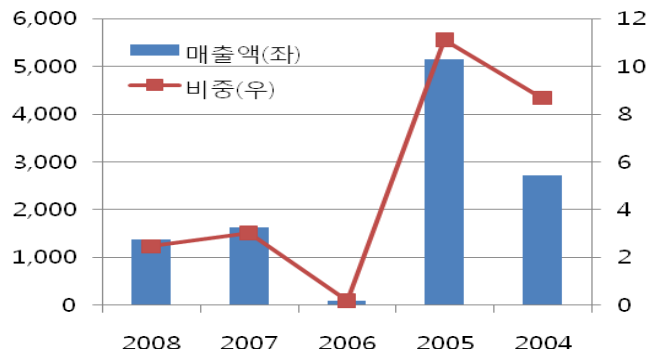
공사수주 건수는 2007년부터 2009년 반기까지 21건이었다. 이는 같은 기간 한전KPS의 2,725건에 비해 매우 낮은 수치이다. 마진이 높으며 새로운 시장으로의 진출 기회로 여겨지는 해외부문 매출의 액수와 매출액 대비 비중은 [그림 27]이 보여주는 것과 같이 다소 변동이 있다. 금화PSC는 아직 해외시장에서 안정적인 수주에 어려움을 겪고 있음을 알 수 있다.

그림 26. 매출액, 영업이익 추이 (단위: 천 원)



출처: 금화피에스시 사업보고서

그림 27. 해외공사 매출액과 그 비중 (단위:천 원, %)



출처: 금화피에스시 사업보고서



금화PSC를 견제하기는 아직 이르다.

또한 금화PSC는 원자력발전소를 담당할 수 있는 기술력을 가진 한전KPS와는 달리 수화력 부문으로 진출 분야가 한정되어 있기 때문에, 향후 15년간 원자력발전소 설비 시장의 규모가 커질 때 그 수혜를 받기 어려울 것이다. 금화PSC가 성장을 하려면 상대적으로 줄어들고 있는 수화력 발전 시장에 대처하기 위해 원자력 발전 시장으로 적극 진출하거나 해외공사를 늘려야 하겠지만, 원자력에 접근할 수 있는 기술 및 인력은 단기간 내에 갖출 수 없기 때문에, 한전KPS가 점유하고 있는 원자력 시장 진출이나 새로운 해외 시장을 개척하는 데에는 일정 시간이 걸릴 것이라고 판단된다.

## 5. Valuation

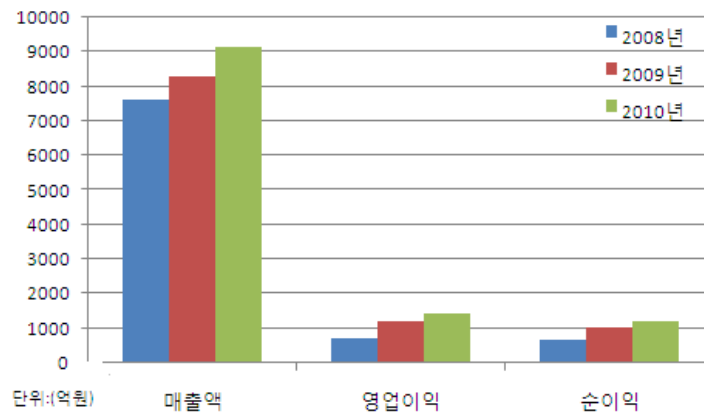
### 5-1) DCF법으로 수행한 Valuation

동사의 2009년, 2010의 매출 및 영업이익에 대해서는 회사의 IR로부터 가이드스를 제시받을 수 있었다. 구체적으로 2009년 매출 8,300억 영업이익 1,200억, 순이익은 1,031억이다. 또한 2010년에는 2009년 대비 매출액과 영업이익이 10% 정도 성장할 수 있다는 전망을 제시했다. 매출액은 국내 매출과 해외 매출의 성장성이 다르므로 나누어서 진행하였다. 결과적으로 2009년의 국내 매출액 성장률은 7.3%, 해외 매출액 성장률은 28.5%가 나왔고, 2010년은 국내 매출액 성장률은 7.2%, 해외 매출액 성장률은 43.1%가 도출되었다. 그것을 통해 국내 매출액 성장률은 약 7%정도임을 파악할 수 있었고, 그것을 향후 국내 매출액 성장률로 설정하였다. 해외 부문의 성장률은 합리적으로 추정하기가 매우 힘든 부분이라서 보수적으로 접근하기로 결정하였고, 이에 따라 2011년의 성장률을 20%로 잡고 매년 5%씩 감소할 것이라고 하였다.

그리고 영구성장률은 세계의 전기 수요량 증대와 그에 따른 설비 증대, 해외 시장의 성장과 수-화력 발전소에서 원자력발전으로의 이동 경향 등을 고려하여 2%로 설정하였다. 유무형자산 상각비와 영업용운전자본, 그리고 순무형고정자산과 기타영업용순자산은 매년 경향성이 없을뿐더러 일정했으므로 10년 평균치를 사용하였다. 그러나 순유형고정자산만큼은 매년 줄어드는 경향이 있고 2009년 반기 재무제표를 살펴보았을 때에도 순유형고정자산의 증가율보다 매출액의 증가율이 더 컸으므로 가장 낮은 수치를 보인 2008년의 21.65%를 적용하는 것이 합당하다고 생각하여 향후 일정하게 적용시켰다.

이러한 가정들을 반영하여 DCF법으로 행한 Valuation 결과, 목표주가 37,978원, 기대 수익률 17%가 도출되었다.

그림 28. 동사의 실적 가이드스



출처: 한전KPS, RESEARCH TEAM 2

매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률	9.50%	14.46%	15.77%	14.50%	14.50%	14.50%	9.98%
유,무형자산 상각비	3.40%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%
영업용운전자본	5.54%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%	10.64%
순유형고정자산	21.65%	21.65%	21.65%	21.65%	21.65%	21.65%	26.10%
순무형고정자산	2.13%	2.13%	2.13%	2.13%	2.13%	2.13%	0.59%
기타영업용순자산	-7.62%	-7.37%	-7.37%	-7.37%	-7.37%	-7.37%	-7.37%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	763,873,255	830,000,000	913,000,000	988,779,000	1,062,362,235	1,131,143,729
매출액성장률		7.3%	7.2%	7.0%	6.5%	6.0%
매출액(국내부분)	714,221,493	766,200,000	821,700,000	879,219,000	936,368,235	992,550,329
매출액성장률		28.5%	43.1%	20.0%	15.0%	10.0%
매출액(해외부분)	49,651,762	63,800,000	91,300,000	109,560,000	125,994,000	138,593,400
매출액성장률		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액	0	0	0	0	0	0
가중평균성장률		8.7%	10.0%	8.3%	7.4%	6.5%
예상EBIT	72,543,547	119,999,740	143,998,360	143,372,955	154,042,524	164,015,841
NOPLAT	52,594,072	90,959,803	111,598,729	111,830,905	120,153,169	127,932,356
(+)유,무형자산 상각비	25,954,924	27,943,250	30,737,575	33,288,794	35,766,089	38,081,726
출현금융입	78,548,996	118,903,053	142,336,304	145,119,699	155,919,258	166,014,081

WACC	9.43%
영구성장률	2.00%
예상 ROIC(2단계)	46.80%
FCFF추정(2단계)	122,464,975
Terminal Value	1,647,451,769

현재가치의 합	341,437,971
PV of TV	1,123,109,995
현금 + 시장성유가증권	208,552,797
비영업용자산	35,907,558
Value of the Firm	1,709,008,321
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	1,709,008,321
발행주식수	45,000,000
희석주식수	
목표주가	₩ 37,978
현재주가	₩ 32,550
기대수익률	17%

자기자본비용	9.43%
1년치일별베타	0.59480
Adj.한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	5.27%
WACC	9.43%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	1,464,750,000
한계조달금리	6.13%

### 5-2) P/E법으로 구한 영업가치와 자산가치로 수행한 Valuation

DCF법과 마찬가지로 동사의 실적 가이드언스에 따라서 Valuation을 진행하였다. 이에 따라 Research Team 2에서는 동사가 2010년 실적을 매출액 9,130억에 영업이익 1,440억, 순이익 1,163억을 무난히 달성할 수 있으리라고 가정하였다.

또, 동사는 이자지급성 부채가 없고 2009년 2분기 기준 순차입금이 -2,776억에 달할 정도로 매우 안정적인 재무구조를 보유하고 있다. 10/17 기준 동사의 시가총액은 14,805억 원이지만 2009년 말 예상 순차입금 -3,000억을 동사의 시가총액에서 감한 수정 시가총액은 11,805억에 불과하다.

Research Team 2는 동사가 국내에서 가장 안정적인 사업을 영위하고 있는 회사 중 하나라고 판단한다. 또한 동사는 고마진 사업군으로 사업 포트폴리오를 이동시키고 있으며 따라서 안정성과 성장성을 동시에 갖춘 회사라고 평가한다. 이런 제반 사정을 고려했을 시 동사가 받아야 할 P/E 멀티플이 코스피 대비 할인받아야 할 이유는 없다고 판단했으며, 따라서 KOSPI의 12M Fwd P/E인 14배의 멀티플을 적용하기로 결정했다.

2009년 EPS	2,291	2010년 EPS	2,584
P/E Multiple	X14	P/E Multiple	X14
주당 영업가치	32,076	주당 영업가치	36,182
주당 순차입금 가산액	6,666	주당 순차입금 가산액	7,555
적정 주당 가치	38,742	적정 주당 가치	43,737

그 결과, P/E법에 순차입금을 가산한 동사의 2010년 목표가는 주당 43,737원이 되는데, 2010년에 달성될 기업의 가치로 Valuation을 진행했기 때문에 적절한 정도의 할인이 필요했다. 그래서 상호저축은행의 1년 정기예금 평균 금리인 4.90%로 1년의 시간 할인을 하기로 했고, 따라서 2010년 목표가 43,737원에 4.9%의 할인을 한 41,690원을 목표가로 제시하는 바이다.

### 5-3) Valuation 결론

두 방법의 Valuation은 우리에게 동사의 주식을 살만하다는 결론을 내리게 했다. 그러나 적정가격에 있어서는 ①의 방법에서는 38,000원 ②41,690원으로 약간 다르게 나왔다. 그러나 DCF의 적용에 있어서 2011년 이후의 성장률 예측을 정확하게 하기 힘들었다는 점, 특히 해외 매출액의 성장성은 훨씬 더 클 수 있는데 보수적으로 적용한 점 등을 생각하여 P/E법의 결과를 좀더 신뢰하기로 하였다. 그래서 목표가격 41,690원, 기대수익률 27.9%로 Buy를 추천하는 바이다.

**\* Appendix**

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	5,452	6,110	6,814	7,639	유동자산	2,033	2,553	2,787	3,213
매출원가	4,868	5,061	5,677	6,519	원금증가금 및 만기금	814	1,354	1,753	2,066
매출총이익	586	1,049	1,137	1,120	시장성유가증권	0	0	0	0
판매비 및 일반관리비	236	295	337	395	매출채권	1,147	1,136	966	1,070
인건비	103	118	145	171	재고자산	11	10	10	17
광고상각비	10	10	12	22	비유동자산	1,766	1,928	2,183	2,306
무형자산상각비	1	2	2	25	투자자산	233	278	313	359
기타판매비 및 일반관리비	23	31	29	28	유형자산	1,459	1,562	1,643	1,654
영업이익	351	754	800	725	무형자산	6	6	125	183
영업외수익	64	92	72	211	자산총계	3,799	4,481	4,970	5,519
이자수익	60	83	123	150	유동부채	371	479	622	705
이자비용					매입채무	61	59	52	52
외환차손익	-1	-4	2	24	단기차입금				
외환자산손익	-2	-0	2	6	유동성장기차입금				
지분법이익	0	0	0	0	비유동부채	489	597	617	712
기타영업외수익	10	16	-54	30	사채	0	0	0	0
세계계속사업이익	415	846	873	938	장기차입금	0	0	0	0
법인세비용	107	227	235	249	부채총계	860	1,077	1,239	1,417
계속사업이익	307	619	638	687	자본금	90	90	90	90
종단사업이익					자본잉여금				
당기순이익	307	619	638	687	이익잉여금	2,850	3,315	3,641	4,013
EPS (원)	1,707	3,439	1,417	1,526	자본조달				
수령EPS					자본총계	2,940	3,405	3,731	4,103

현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(%, %)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한관련금액	400	1,026	1,156	993	<b>Growth Ratios</b>				
당기순이익	307	619	638	687	매출액성장률 %	4.7%	12.1%	11.5%	12.1%
비현금수익비용가감	391	418	495	615	EBITDA성장률 %	4.2%	78.5%	5.4%	-1.6%
유형자산감가상각비	179	194	199	234	EBIT성장률 %	-0.4%	115.0%	6.2%	-9.4%
무형자산상각비	3	3	3	25	순자산성장률 %	6.9%	17.9%	10.9%	11.1%
회차금여	232	236	304	352	<b>Profitability Ratios</b>				
외환자산손익	1	0	-1	3	매출이익률 %	10.8%	17.2%	16.7%	14.7%
지분법평가손익	0	1,026	1,156	993	EBITDA마진률 %	9.8%	15.6%	14.7%	12.9%
기타	-24	-1,040	-1,165	-992	EBIT마진률 %	6.4%	12.3%	11.7%	9.5%
영업활동으로인한자산부	-298	-11	23	-309	세계계속사업이익률 %	7.6%	13.8%	12.8%	12.3%
투자활동으로인한관련금액	-245	-359	-665	-580	당기순이익률 %	5.6%	10.1%	9.4%	9.0%
유형자산 투자	-209	-306	-286	-247	<b>Stability Ratios</b>				
유형자산 처분	6	8	5	1	부채비율 %	29.3%	31.6%	33.2%	34.5%
무형자산 총합	-3	-3	-121	-64	순부채비율 %	-27.7%	-39.8%	-47.0%	-50.4%
무형자산 총합	-44	-56	-58	-65	유동비율 %	547.9%	532.5%	447.8%	456.0%
기타	5	-1	-104	-206	당좌비율 %	544.9%	530.5%	446.3%	453.6%
재무활동으로인한관련금액	-113	-124	-307	-299	이자보상배율				
장안기차입금증가	0	0	0	0	<b>Performance Ratios</b>				
사채증감	0	0	0	0	ROE %	10.7%	19.5%	17.9%	17.5%
자본증감	0	0	0	0	ROA %	8.4%	15.0%	13.5%	13.1%
배당금의지급	-147	-154	-311	-315	ROIC %	11.4%	24.6%	25.6%	22.7%
기타	34	30	4	16	<b>Per Share Ratios</b>				
영업투자재무활동기타	0	0	0	0	수령EPS	683	1,376	1,417	1,526
순관련금액	42	543	283	114	주당순자산	6,532	7,566	8,292	9,117
기초관금	790	832	1,375	1,658	주당현금흐름	1,087	1,812	1,864	2,103
기말관금	832	1,375	1,658	1,773	주당배당금	856	1,728	700	800

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.