# 금화피에스시 (036190)

SMIC 2026년 06월 05일

## 金花, 금꽃잎은 주주에게

### 더 발전(發電)할 캐시카우

석탄 발전소를 정비하던 기업은 이제 원전과 수처리를 품은 에너지 인프라 사업자로 진화중이다. 석탄 폐지의 영향은 시장 우려보다 완만하게 전개되고, LNG·열병합으로의 전환은 기존 정비 수요를 새로운 발전원으로 이식하며 하방을 지탱한다. 원전에서는 한수원 자격 체계를 갖춘 소수 사업자로서 신규 호기, 건설 재개, 계속운전이라는 세 개의 성장 축을 선점하고 있다. 여기에 국내 민간 유일의 원전 수처리 사업자라는 지위는 팀코리아 수출과 반도체 초순수 시장이라는 더 넓은 성장 무대로 연결된다. 화력을 기반으로, 원전이 성장을 이끌며, 수처리가 상단을 연다.

### Low Price Better Rise

코리아 디스카운트를 해결하기 위해 현 정부에서 내놓은 '주가누르기방지법'과 '주가정상화법'. 두 법안은 저PBR을 통한 절세라는 승계 공식을 무너뜨리러 왔다. 해당 법안으로 인해 주가 부양과 함께, 수혜주가 되기 위해 만족해야 하는 조건 5가지를 제시한다. 이에 더해, 지주사는 진정한 수혜주가 될 수 없다. 따라서, 해당 조건들을 만족함과 함께 지주사가 아닌 기업인, 동사에 Deep Dive해보자.

### 눌린 주가에 날아온 청구서

동사의 저평가는 본업 부진이 아니라, 시가총액을 넘어서는 비영업자산과 낮은 환원 기대에서 비롯된다. 그러나 외부 주주의 요구에도 움직이지 않던 자본배치는 승계라는 내부 이벤트 앞에서 달라질 수 있다. 주가누르기방지법 시행 시 저PBR은 절세 수단이 아니라 과세표준을 높이는 부담이 된다. 따라서 법 시행 전 증여가 없다면, 오너 일가의 합리적 선택은 PBR 정상화이며, 이를 위해 배당 확대와 자사주 매입·소각이 필요하다. 결국 승계가 자본효율 개선의 촉매로 전환되는 순간, 만년 저PBR은 구조적 리레이팅 기회로 바뀔 것이다.

### Valuation - Peer PER Method

동사의 목표주가 52,900원, 상승여력 67.4%, 투자의견 Buy를 제시한다. 이익 체력 관점의 SOTP 밸류에이션과 배당 체력 관점의 PBR 밸류에이션을 병행하며 승계 시나리오별로 업사이드를 계산했다. 승계와 함께 승진할 주가를 알아보자.

**금화PCS(연결) 추정 손익계산서**

| (단위 : 백만원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 1Q26 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **248,348** | **337,610** | **340,227** | **423,434** | **84,919** | **473,729** | **458,758** | **484,212** |
| *YoY(%)* | *4.02%* | *35.94%* | *0.78%* | *24.46%* | *-2.36%* | *11.88%* | *-3.16%* | *5.55%* |
| 매출원가 | 207,561 | 273,926 | 284,326 | 360,061 | 77,527 | 389,691 | 386,437 | 404,085 |
| 매출총이익 | 40,787 | 63,684 | 55,901 | 63,373 | 7,392 | 84,037 | 72,321 | 80,126 |
| *GPM(%)* | *16.42%* | *18.86%* | *16.43%* | *14.97%* | *8.70%* | *17.74%* | *15.76%* | *16.55%* |
| 판매비와관리비 | 12,887 | 20,226 | 19,703 | 19,571 | 6,107 | 23,501 | 23,636 | 24,332 |
| **영업이익** | **27,900** | **43,458** | **36,198** | **43,801** | **1,284** | **60,536** | **48,685** | **55,794** |
| *OPM(%)* | *11.23%* | *12.87%* | *10.64%* | *10.34%* | *1.51%* | *12.78%* | *10.61%* | *11.52%* |
| 금융손익 | 3,804 | 3,360 | 9,608 | 4,731 | 2,460 | 6,922 | 10,353 | 12,773 |
| 지분법손익 | (845) | 310 | 1,745 | (5,254) | (315) | (1,066) | (1,066) | (1,066) |
| 기타손익 | 5,061 | 1,438 | 2,077 | (2,535) | 587 | 327 | 327 | 327 |
| 법인세차감전순이익 | 35,920 | 48,566 | 49,629 | 40,744 | 4,016 | 66,718 | 58,298 | 67,827 |
| 법인세비용 | 3,635 | 10,564 | 9,590 | 10,152 | 1,092 | 14,678 | 12,826 | 14,922 |
| **당기순이익** | **32,285** | **38,001** | **40,039** | **30,592** | **2,925** | **52,040** | **45,472** | **52,905** |
| *NPM(%)* | *13.00%* | *11.26%* | *11.77%* | *7.22%* | *3.44%* | *10.99%* | *9.91%* | *10.93%* |

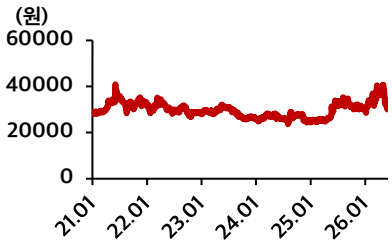
### Rating

**Buy**

현재주가: 31,600원
Case 1 목표주가: 52,900원
Upside: 67.4%
Case 2 목표주가: 36,700원
Upside: 16.1%

### 12M 주가추이

시가총액 1,896억원




### Key Metrics

| | |
|---|---|
| 창업주 잔여지분 | 14.7% |
| Case 1 28E 배당성향 | 43% |

### B/S Data (1Q26)

| | |
|---|---|
| 자산 총계 | 4,697억원 |
| 부채 총계 | 910억원 |
| 자본 총계 | 3,787억원 |

### 주요 주주

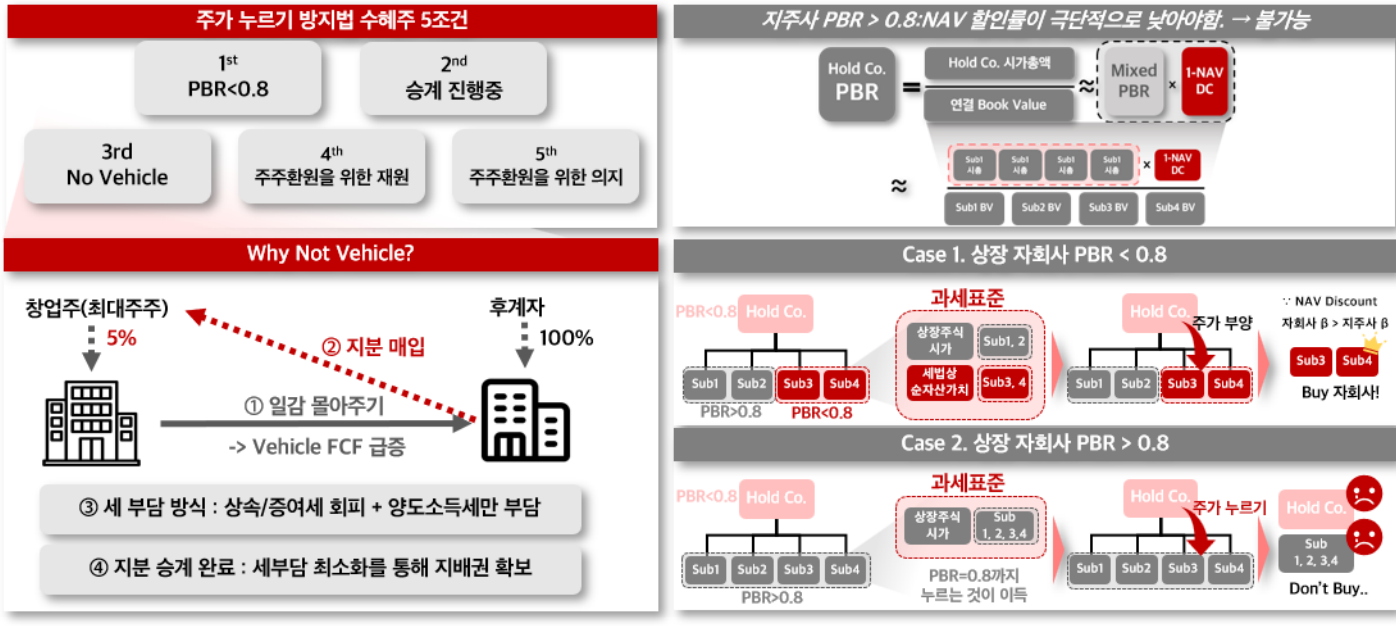
| | |
|---|---|
| 김성기 외 13인 | 37.5% |
| Teton Capital Partners | 13.3% |
| 홍석도 외 3인 | 12.1% |

### SMIC 1팀

팀장 52기 박승진
팀원 52기 김혜민
52기 정현우
53기 서진우
53기 양지안

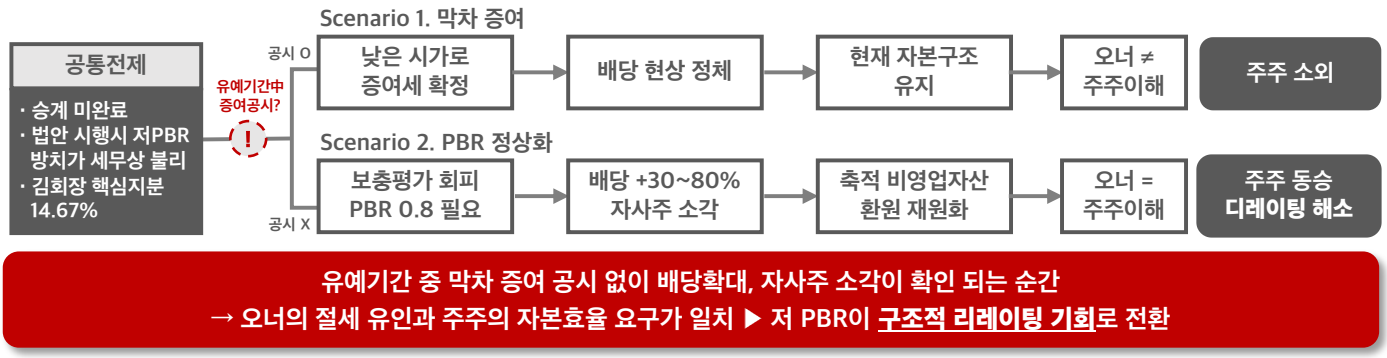
# KEY CHARTS

[Investment Thesis] Why 금화PSC




출처: SMIC 1팀

[Scenario Analysis] 승계 시나리오별 오너 유인과 주주환원 경로




출처: SMIC 1팀

# CONTENTS

1. 과거, 현재, 미래의 삼박자 - 산업·기업 분석 04

2. 더 발전(發電)할 캐시카우 - Point ① 07

3. Low Price Better Rise - Investment Thesis 11

4. 눌린 주가에 날아온 청구서 - Point ② 14

5. 매출 추정 19

6. Valuation - SOTP Method / PBR Method 22

Appendix 27

# 1. 과거, 현재, 미래의 삼박자- 산업·기업 분석

## 1.1. 플랜트 산업 속 금화피에스시

EPC부터 O&M까지, 중요하지 않은 건 없다

**플랜트 산업은 설계/조달/시공(EPC)을 아우르는 대규모 건설 단계에서 시작해, 향후 수십년간 반영구적으로 이어지는 운영 및 유지보수(O&M) 단계로 이어진다.** 플랜트, 즉 발전소는 국가 인프라라는 특성상 설계 단계에서부터 기계, 설비 및 배관 설치 시공이 완벽하게 선행되어야 향후 발전 효율과 설비의 안정성을 담보할 수 있기에 EPC를 통해 신규건설을 하는 과정에서 막대한 자본이 투입된다. 한편, 플랜트의 실질적인 수명을 책임지며 발전 효율을 높이는 단계는 O&M이기 때문에 해당 단계를 통해 플랜트의 가치가 극대화된다.

화력 중심에서 원자력과 재생에너지로

**전력 수요가 대폭 증가함에 따라, 플랜트 산업의 주력 발전은 원자력과 재생에너지가 책임질 것이다.** 제11차 전력수급기본계획(전기본)에 따르면, AI 데이터센터 및 반도체, 전기차 수요 확대에 따라 2038년 기준 최대전력수요는 약 129.3GW로 전망된다. 이에 따라 정부는 미래의 전력수요를 충당하기 위해 공급안정성/탄소중립성을 우선적으로 하는 선제적 계통 보강을 실시했고, 원자력 및 재생에너지의 비중이 대폭 확대될 전망이다. 특히 2038년까지 무탄소비중 발전량을 70%로 늘리고자 하며, 이 중 35.2%는 원자력, 32.9%는 신재생에너지가 될 것임을 시사했다.

전방상황과 관계없는 구조적 수혜

**EPC부터 O&M까지 모든 플랜트 산업 인프라 분야를 영위하는 동사는 상술한 전기본 등에도 큰 영향을 받지 않는, 경쟁력이 있는 기업이다.** 동사는 1981년 플랜트 전문건설 회사로 시작했지만, 1995년 민간 기업 최초로 발전정비사업에 진출했다. 이를 통해 지난 40여년간 해당 분야에서 독보적인 기술력과 레퍼런스를 축적해왔으며, 화력발전뿐만 아니라 원자력발전, 신재생발전시장을 모두 영위하고 있다. 투자포인트에서 후술하겠지만, 동사의 석탄화력은 신규 LNG 화력 물량이 대체할 수 있고, 향후 원전에서도 동사의 경쟁력은 견고할 것이기에 동사의 변동성은 작다.

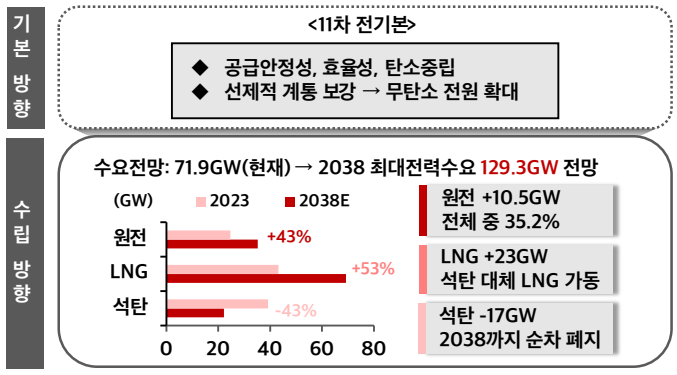
매출 다각화로 이룬 현금 부자의 꿈

**동사의 매출원은 다양화되어있고, 시가총액의 65% 수준인 약 1200억가량의 순현금을 보유하고 있기 때문에 본업뿐만 아니라 주주환원을 실행할 수 있는 기초체력도 가지고 있다.** 2025년 기준 동사는 경상정비부문에서 약 72.7%의 매출, 발전소 건설에서 약 7.4%의 매출, 수처리 및 폐수부문에서 18.6%의 매출, 그 외 기타에서 1%가량의 매출이 발생한다. 특히 경상정비부문과 발전소 건설부문 모두 화력, 원자력, 신재생이 혼재되어 있는데, 이를 다시 발전원별 매출 구성으로 접근하면 화력발전이 약 71.5%, 원자력이 20.1%, 신재생이 약 0.7% 정도이다.

새로운 파트너, 금화정수

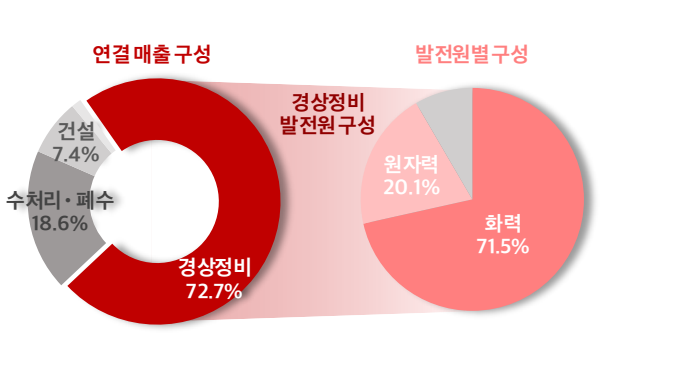
**이에 더해, 동사는 금화정수(전 에코비트엔지니어링)를 인수하며 포트폴리오를 다각화하는 데 성공했다.** 상술한 수처리 및 폐수 부문의 매출은 전액 금화정수에서 발생한다. 즉, 동사는 발전 설비 중심의 본업에서 에너지, 환경을 아우르는 종합 O&M 솔루션 기업으로 발돋움하고 있다.

도표 1-1. 제11차 전력수급기본계획(전기본)




출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 1-2. 사업부문별 매출 비중




출처: DART, 동사 IR, SMIC 1팀

### 1.2. 세부시장 톺아보기

#### ① 경상정비사업

항상 든든한 경상정비사업

**경상정비사업은 플랜트 건설사업과는 다르게 건설경기 사이클에 영향을 받지 않고, 반복적으로 매출이 발생하는 사업부이다.** 경상정비사업은 O&M, 즉 유지보수 관련 사업으로 발전소(플랜트)에 전문 인력이 상주하며 터빈, 발전기, 보일러, 회전체 등 핵심 설비의 진동, 온도 및 압력변화를 관리한다. 이 과정에서 가동 중인 설비 혹은 기계의 미세한 물리적 변화를 사전에 감지하거나, 주기적인 교체를 통해 고장을 예방할 수 있기 때문에 발전소의 가치를 극대화시킨다. 발전소가 존재하는 한 경상정비서비스는 반영구적으로 필요해지며, 주기적/반복적으로 매출이 발생하기 때문에 동사 매출의 70% 이상을 차지하는 주요 매출 인식원이라고 할 수 있다.

장단점이 명확한 고장정비, 예방점검

**경상정비사업에서 정비하는 방식은 그 성격에 따라 고장정비, 예방점검, 예측점검, A/B/C급 계획예방정비 등으로 분류할 수 있다.** 먼저, 고장정비는 발전소의 기계가 완전히 망가져서 멈추면 그때 가서 부품을 교체하고 고치는 방식이다. 이 때, 발전소 전체가 멈추게 되면 수백억 원의 손실이 불가피하게 발생하기 때문에 해당 사태까지도 항상 염두에 두는 정비 방식이다. 예방점검은 기계가 고장나기 전에 미리 정해진 시간, 혹은 주기마다 부품을 무조건적으로 교체하는 방식이다. 이는 고장을 방지할 수 있지만, 비용이 낭비될 수 있다는 단점 역시 가지고 있다.

더 효율적인 방식으로 점검하게 됐다

**예측점검 및 계획예방정비는 앞선 고장정비, 예방점검 방식에 비해 조금 더 비용적 효율성을 추구할 수 있는 정비방식이다.** 예측점검 방식은 예방점검처럼 시간을 기준으로 부품을 무조건적으로 교체하는 것이 아니라, 데이터를 기준으로 정비하는 방식이다. 즉, 기계가 고장나거나 멈추기 직전의 최적 타이밍에 해당 부품을 교체함으로써 예방점검으로 인해 발생하는 비용의 절감과 더불어 발전소 자체의 효율성도 추구할 수 있다. 계획예방정비는 발전 설비의 불시 정지로 인한 손해를 예방하기 위해 정기적으로 가동을 멈추고 설비를 분해 및 점검, 시험하는 방식이다.

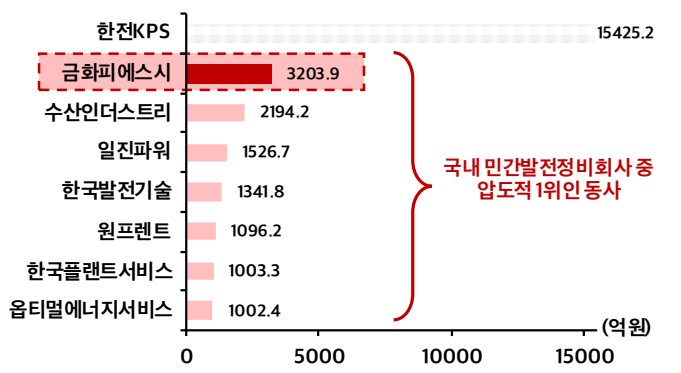
민간분야에서 압도적인 Player인 동사

**동사는 경상정비사업 분야에서 화력, 원자력, 신재생 발전소의 유지보수를 전부 담당하고 있으며 동사는 특히 화력발전 정비 영역에서 독보적인 입지를 갖추고 있다.** 동사는 1995년부터 민간기업의 신분으로 다수의 정비 프로젝트를 수주한 바 있다. 대표적인 Peer사로는 공기업계의 한전KPS, 민간 영역으로 넓히면 일진파워, 수산인더스트리 등이 있다. 동사는 민간 영역 기준 경상정비사업에서 압도적인 매출액 1위를 기록하고 있다. 특히 플랜트 사업이 국가사업인 만큼, 해당 부문은 레퍼런스와 기술력이 중요하고 시장에 새로운 Peer가 등장하기 힘들다는 점에서 경상정비사업부는 향후에도 동사의 반복적이고 안정적인 매출원으로 작용할 것이다.

도표 1-3. 동사의 사업장 현황

출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 1-4. Peer 대비 매출액




출처: 동사 IR, 각 사, SMIC 1팀

### ① 수처리 및 폐수사업

강력한 레퍼런스가 증명하는 실적

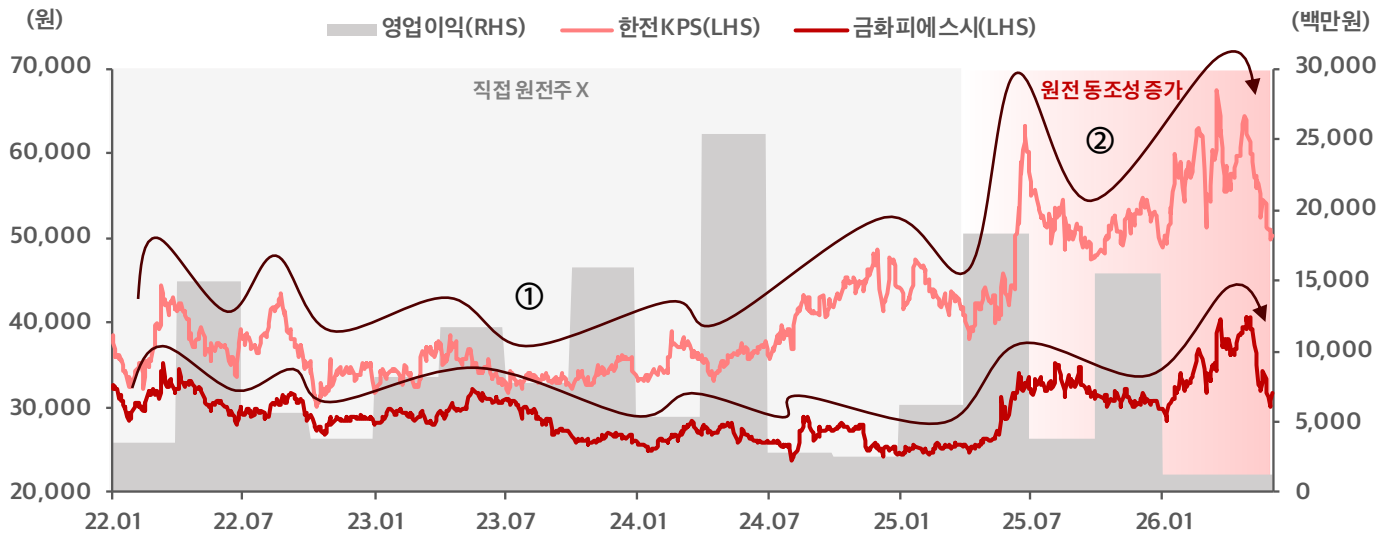
**동사는 2022년, 원전 관련 레퍼런스를 보유한 에코비트엔지니어링(현 금화정수)을 인수하며 수처리 및 폐수사업에 본격적으로 뛰어들었다.** 동사는 기존 본업과의 직접 시너지를 통해 발전/산업 플랜트 수처리 시장에서 원전, 반도체 초순수 등의 고난도 수처리를 담당하고 있다. 해당 분야는 설계 및 시공 능력이 타 산업에 비해 중요시되는 기술집약적 산업이므로 더 강력한 레퍼런스가 요구되며, 동사는 현재 국내에서 해당 부문 최다 실적을 보유하고 있다.

결국, 미래를 보며 투자한 금화정수

**현재 수처리 사업부문은 동사에게 매출로 기여를 하고 있지만, 미래에는 기존에 보유한 해외 레퍼런스를 바탕으로 동사로 하여금 원전 시장을 더 본격적으로 타겟팅하게 만들 것이다.** 금화정수는 팀코리아의 첫 수출작인 UAE 바라카 원전 1~4호기에 이미 수처리 설비를 납품한 실적을 지니고 있다. 또한, 수처리 시장 자체도 기술집약적이지만 그 중 원전 시장은 더더욱 진입장벽이 높기 때문에, 동사의 '원전 수출의 유일한 민간 트랙레코드 보유' 타이틀은 향후 팀코리아의 원전 수출 시 동사에게도 구조적 수혜가 올 가능성이 충분히 높음을 암시한다.

## 1.4. 주가 분석

도표 1-5. 동사 주가 추이




출처: KRX, DART, SMIC 1팀

동사의 주가 드라이버는 실적이 아니었다

**①동사는 지난 5년간 실적(영업이익)과는 거의 무관하게 주가가 움직였다.** 2022년 12월 금화정수를 인수하며 원전주로 인식되는가 했지만, 2024년 체코 두코바니 원전 우선협상 선정으로 한전KPS 등의 원전주가 +30%가량 리레이팅되는 동안 동사는 여전히 박스권에 머물며 직접적인 원전 수혜주로 인식되지 못했다. 즉, 실적과 테마보다는 소외/수급에 따른 디레이팅을 겪었다.

원전 테마에 밸류업 테마도 가세

**②동사는 2025년 6월 체코 원전 본계약 체결을 기점으로 한전KPS와 주가가 뚜렷하게 동조하기 시작했다.** 같은 시기, 저PBR 주를 대상으로 한 주가누르기방지법 발의와 타이밍이 겹치며 동사는 원전 테마와 저PBR 밸류업 테마가 함께 붙으며 주가가 리레이팅되기 시작했다.

향후 주주환원으로 주가가 부양될 것

**③향후 주가누르기방지법과 주가정상화법이 제정되어 동사가 상속/증여를 개시한다면, 활발한 주주환원 정책에 힘입어 동사의 주가는 실적 모멘텀과 무관하게 구조적으로 상승할 수 있을 것이다.** Teton Capital의 행동주의와, 구체적인 기업가치 제고계획 공시가 이를 뒷받침할 것이다.

## 2. 더 발전(發電)할 캐시카우 - Point ①

*화력이 오늘의 현금을 만들고, 원전과 수처리가 내일의 성장판을 연다. 원자력사업본부 인력 증원과 신성장 부문 신설은, 화력의 안정성 위에 원전·수처리 성장 기반을 더하는 변화다.*

### 2.1. 석탄 정비사에서 에너지 전환 수혜주로

화력 기반 위에 원전을 더하는 동사

**동사는 화력 정비 중심 기업에서 원전 정비를 새로운 성장축으로 키워가는 에너지 전환의 수혜 기업으로 재편되고 있다.** 정책 변화를 수동적으로 감내하는 대신, 안정적인 화력 정비 기반 위에 원전·수처리로 신규 수주와 전문 인력을 더해 사업 포트폴리오를 확장하고 있기 때문이다. 그 결과 시장은 동사를 더 이상 석탄 정비사가 아니라 원자력 관련주로 분류하기 시작했으나, 정작 그 성장이 얼마나 실적으로 뒷받침되고 있는지에 대해서는 충분히 조명되지 않았다. 본 투자포인트는 동사의 성장축 이동이 숫자로 확인되는 실체임을 화력·원자력·수처리 세 부문으로 나누어 논증한다.

4년 만에 2배가 된 원자력 매출

**동사의 원자력 부문 매출 비중은 2021년 6.8%에서 2025년 약 15% 수준까지 2배 이상 확대됐다.** 이는 기존 화력 정비를 그대로 유지한 위에 원전 일감을 더해 이룬 성장분으로, 화력의 안정성을 훼손하지 않으면서 새로운 매출 기반을 키웠다는 점에 의미가 있다. 정비업은 가동 설비에 숙련 인력이 상주하며 수행하는 사업이므로, 원전 매출의 확대는 동사가 원전 호기에 투입하는 인력과 정비 물량이 실제로 늘었음을 의미한다. 원자력 매출은 단일 대형 수주보다 호기 단위 정비 계약의 누적에 기반해 확대되고 있으며, 원전 부문의 인력 확충 역시 일시적 대응보다 추세적 변화에 가깝다.

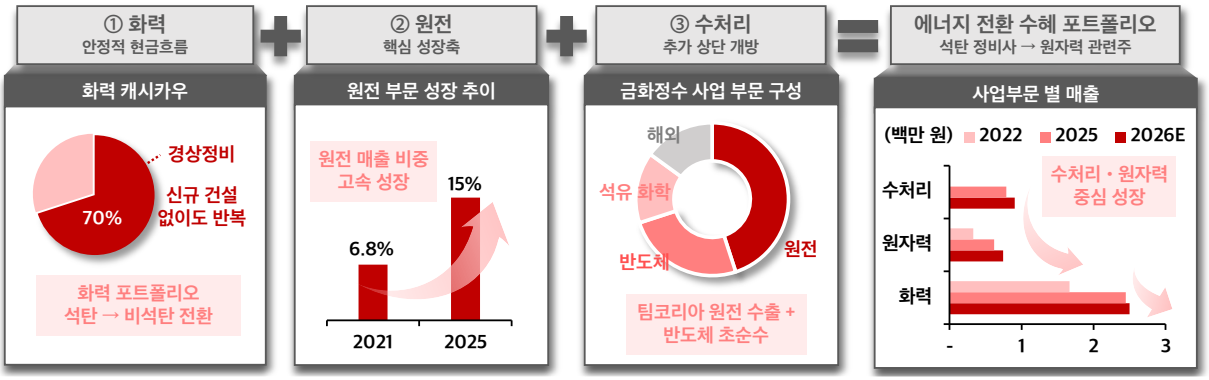
정책 개편에 발맞춰 새로운 일감을 확보해 나갈 동사

**동사가 새로운 일감을 확보해 가는 방향은 국가 전원믹스 개편이 키우는 시장을 정확히 겨냥하고 있다.** 석탄이 단계적으로 축소되는 자리를 LNG 복합화력과 열병합이 대체 전원으로 메우고, 원전과 신재생이 무탄소 전원의 양대 축으로 확대되는 것이 정책의 골격이다. 동사 역시 정책 개편에 발맞춰 화력 내부에서는 LNG·열병합 정비 레퍼런스를 쌓고, 원전에서는 경상정비와 건설성 수주를 확대하며, 금화정수를 통해 원전 수처리까지 확보했다. 정책이 성장시키는 발전원마다 동사가 정비 사업자로 자리 잡으면서, 화력 의존 기업이라는 과거의 정체성은 빠르게 옅어지고 있다.

하방은 화력, 성장은 원자력·수처리

**동사의 사업 구조는 화력의 안정적 현금흐름 위에 원자력과 수처리의 성장성이 더해지는 형태다.** 화력은 반복되는 경상정비로 실적을 받치는 기반 사업이고, 원자력은 호기 증가와 원전 건설 재개 속에서 비중을 빠르게 키우는 핵심 성장축이다. 여기에 금화정수의 원전 수처리는 국내 민간에서 유일하게 보유한 독점적 기술력으로, 해외 원전 수출과 반도체 초순수 시장으로 동시에 확장되는 추가 성장 여력이다. 안정적인 하방이 전환의 시간을 벌고, 미래 먹거리가 성장을 끌며, 독점적 기술력이 상단을 연다. 에너지 전환의 방향은 이미 정해졌고, 관건은 그 변화가 동사의 실적으로 귀속될 수 있는지다.

도표 2-1. 화력·원자력·수처리 부문별 실적 논리




출처: 동사 IR, SMIC 1팀

### 2.2. 에너지전환 정책에도 불구하고 견조할 동사의 화력 부문 매출

*화력 매출이 가동 호기와 함께 반복되는 한, 화력은 사라지는 사업이 아니라 견조한 기반이다. 석탄이 물러난 자리에는 LNG·열병합이 들어서고, 정비 수요는 그 전환을 따라 재배치된다.*

석탄 폐지의 충격은 먼 미래에

**정책 개편에 따른 화력 정비의 장기적인 감소는 불가피하지만, 그 충격이 동사 실적에 반영되는 시점은 2030년대 이후로 이연된다.** 2030년까지 폐지가 확정된 동사의 호기는 태안과 당진 지역에 국한되며, 동사의 화력 포트폴리오 전체에서 차지하는 비중은 극히 일부이다. 강릉안인·삼척·영흥 등 특정 호기를 제외한 주요 설비는 견조하게 가동되며, 가동이 이어지는 한 경상정비 수요도 함께 이어진다.

경상정비 매출, 신규 건설 수주 없이도 반복된다

**경상정비는 신규 화력 건설이 부재하더라도 기존 설비가 운영되는 동안 반복되는 매출이라는 점에서 화력 실적의 핵심이다.** 발전소가 가동되는 한 점검·예방·고장정비는 지속적으로 요구되며, 2025년 동사 매출의 70% 이상이 경상정비에서 발생했다. 이는 화력의 실적이 신규 건설보다 기존 설비의 존속 여부에 달려 있다는 뜻이며, 최근 건설된 설비일수록 그 존속 기간은 더 길다.

신예 설비가 담보하는 30년 간의 정비 수요

**삼척·강릉안인·영흥은 비교적 최근에 건설된 신예 설비로, 약 30년에 이르는 발전소 수명 동안 경상정비 수요가 지속된다.** 경상정비는 전문 인력이 발전소에 상주하며 설비를 상시 점검하는 사업이어서, 이미 현장에 운영 체계를 갖춘 사업자를 교체할 유인이 작다. 영동 1·2호기가 석탄에서 바이오매스로 전환된 이후에도 동사가 정비를 꾸준히 맡아 온 것은, 이러한 현장 밀착형 구조에서 한번 자리 잡은 정비사가 발전원 변화와 무관하게 계약을 이어갈 수 있음을 보여준다.

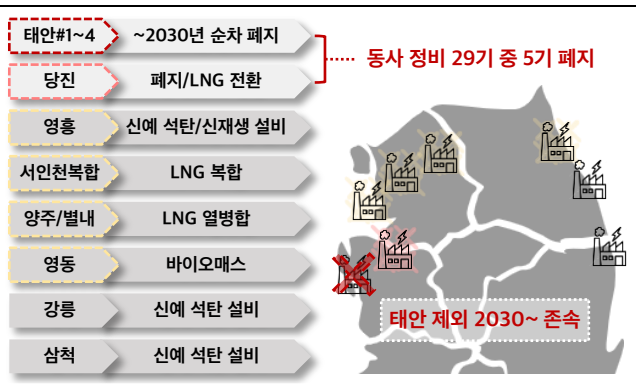
석탄 폐지, but LNG·열병합 전환

**이에 더해 석탄을 대체하는 신규 LNG 설비가 가동되면 새로운 경상정비 계약이 생성되므로, 동사는 석탄 감소분의 일부를 비석탄 화력에서 회수한다.** 동사는 2003년부터 서인천복합 경상정비를 비롯해 별내 LNG 열병합, 영동 바이오매스, 영흥·제주 풍력 등 비석탄 발전소로 포트폴리오를 넓혀왔고, 주요 가스터빈 기종의 정비 경험도 축적해왔다. 이는 동사가 석탄 한 종목에 집중된 정비사가 아니라 발전원 변화에 맞춰 사업을 다각화해 온 사업자임을 말해준다. 화력 부문의 핵심은 검증된 캐시카우가 LNG·열병합으로 안정적으로 이전되며 하방을 방어한다는 데 있다.

한난의 첫 민간 개방, 동사가 최초의 민간기업

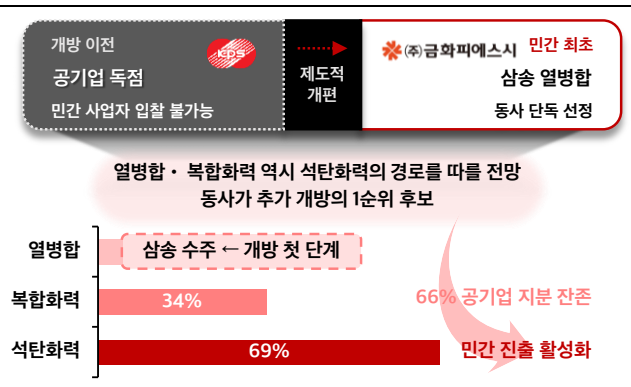
**한국지역난방공사의 첫 민간 개방을 통해 동사가 삼송 열병합 경상정비·정기점검 물량을 민간 업계 최초로 수주하면서, 정비시장의 제도적 개방이 동사의 영역을 한층 넓히고 있다.** 공기업이 독점하던 열병합 정비에 민간을 처음 들이는 사업자로 동사가 선정된 것은, 20년 넘게 복합화력을 정비해 온 운영 경험이 공기업 수준의 신뢰성을 인정받았음을 보여준다. 민간 정비업계의 복합설비 점유율이 아직 34% 수준에 머무는 가운데 공기업 중심으로 운영되던 시장이 경쟁체제로 전환됐다. 검증된 이력을 갖춘 동사에게 추가 개방은 곧 새로운 수주 기회가 된다. 동사에게 화력은 새롭게 재편되는 시장이며, 동사는 그 재편의 수혜를 받을 준비를 마쳤다.

도표 2-2. 동사 화력 포트폴리오 내 폐지 및 전환 현황




출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 2-3. 한난 열병합 수주로 확인된 비석탄 화력 확장성




출처: 한국집단에너지협회, SMIC 1팀

### 2.3. 동사의 미래 먹거리, 원전

*탈원전으로 멈췄던 원전의 시간이 다시 흐른다. 높은 진입장벽을 넘은 동사는 정비, 건설, 계속 운전으로 이어지는 세 갈래의 수요를 따라 원자력 매출의 다음 단계를 열고 있다.*

무탄소 기저 전원으로 확장되는 원전 시장

**국내 원전 시장은 무탄소 기저전원으로 재평가되며 향후 10년간 가동 호기가 늘어나는 확장 국면에 돌입했다.** 한국은 2025~2033년 전세계 신규 원전 상업 가동 예정 용량 71GW 중 5.4GW로 세계 2위에 오를 전망으로, 국내 원전 시장이 고속 확장 단계에 있음을 보여준다. 원전 정비 매출은 가동 호기 수에 직접 연동되므로, 정비 대상 설비의 증가는 시장의 규모를 키운다.

TAM 성장장의 수혜는 폐쇄 시장을 뛰어넘은 동사에게로

**원전 정비는 한수원 협력업체 등록·ASME·KEPIC 품질인증·자격 인력 확보가 모두 갖춰져야 입찰이 가능한 제도적 폐쇄 시장으로, 시장이 확대될수록 그 수혜는 장벽을 이미 넘은 소수에게 집중된다.** 동사는 2011년 월성 취수설비 정비로 이 자격 체계에 진입한 뒤 시운전·주기기 정비까지 수행하며 한수원이 요구하는 품질·인력 요건을 갖춰왔고, 신규 사업자가 이를 새로 구비하려면 수년의 시간과 비용이 든다. 과거 한전KPS의 화력 정비 점유율이 2015년 60%에서 2017년 46%로 낮아지며 민간이 성장했듯이, 장벽을 넘은 소수 사업자라는 동사의 지위 자체가 가장 핵심적인 역량이다.

원전 성장축 ①: 기존 정비 갱신과 신규 정비 수주

**2022년 이후 국내에서 신규 가동된 신한울 1·2호기 두 기 모두에서 동사는 경상정비를 수주하며, 재개된 신규 호기의 정비 물량을 사실상 전량 확보했다.** 원전 경상정비는 수년 단위로 갱신되는 반복 매출이며, 동사는 신한울 1·2호기 4차와 새울 1·2호기 7차 경상정비를 2027년까지 갱신하며 기존 원전에서 안정적인 매출을 이어가고 있다. 동일 노형·동일 본부의 호기는 정비 절차와 안전 체계가 공유되므로, 2026~2027년 가동을 앞둔 새울 3·4호기 역시 동사의 다음 정비 대상이 될 가능성이 높다.

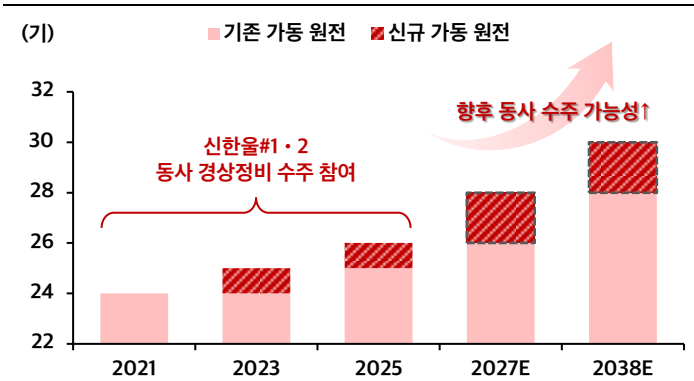
원전 성장축 ②: 신규 원전 건설 수주

**원전 건설은 정비 시장과 별개로 동사의 새로운 성장 축이 된다.** 2024년 신한울 3·4호기 착공으로 국내 신규 원전 건설 시장이 약 8년 만에 다시 열렸고, 3조 원 규모의 주설비 공사가 발주되는 가운데 동사는 Liner Plate 및 보조설비 설치 공사를 수주하며 초기 물량을 확보했다. 원전 건설은 약 10년에 걸쳐 다양한 패키지가 순차적으로 발주되는 장기 프로젝트이기에, 건설 사이클 동안 동사가 참여할 수 있는 수주 기회가 지속적으로 창출된다. 더욱이 정부가 11차 전기본에서 가동 원전을 현재 26기에서 30기로 늘리는 방향인 만큼, 신한울 3·4호기는 국내 원전 건설 재개의 출발점으로 해석된다.

원전 성장축 ③: 노후 원전 설비 수요

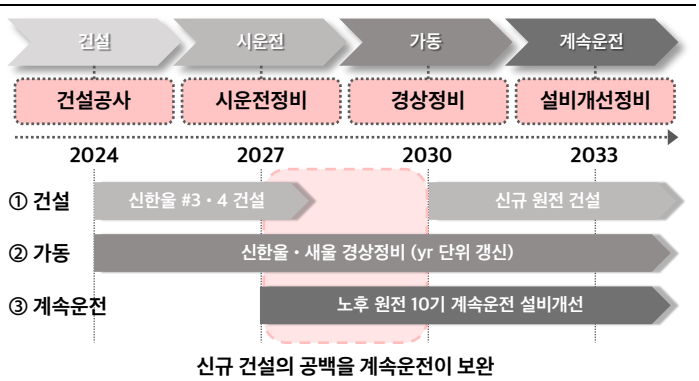
**새울 4호기 이후 신규 가동이 잠시 뜸해지는 구간에서도 노후 원전의 계속운전이 대규모 정비 수요를 창출하며 동사 매출의 연속성을 보강한다.** 한국수력원자력은 2030년 이전 운영허가가 만료되는 원전 10기의 계속운전을 추진 중이며 고리 2호기가 첫 승인을 받았는데, 계속운전은 2~3년에 걸친 대규모 설비 개선을 수반해 동사의 취수·수처리·보조설비 정비 레퍼런스가 직접 올라탈 시장을 연다. 신규 건설이 미래의 성장이라면, 계속운전은 지금 가시화되는 정비 물량으로서 호기 증가와 건설 재개 사이의 공백을 메우며 동사의 원전 매출을 끊김 없이 떠받친다.

도표 2-4. 국내 원전 시장의 성장 및 동사 수주 가능성




출처: 한국원자력산업협회, 동사 IR, SMIC 1팀

도표 2-5. 원전 생애주기별 동사 수주 구조와 타임라인




출처: 동사 IR, SMIC 1팀

### 2.4. 금화정수: SK하이닉스부터 팀코리아 수출까지

*원전 정비가 성장의 본체라면, 수처리는 성장의 상단이다. 원전에서 검증한 기술이 해외 원전 수출과 반도체 초순수 시장으로 확장되며, 정비업 이상의 성장성을 만들어낸다.*

원전 수처리 유일의 민간 사업자, 금화정수

**원전 수처리를 전문으로 수행하는 민간 사업자는 동사가 유일하다는 점이 동사 수처리의 가장 강력한 해자다.** 금화정수는 국내 수처리 및 폐수 처리 분야의 개척자로서 원전 1·2차 계통 수질 관리 전반을 아우르는 포트폴리오를 구축했고, 한국 첫 원전 수출인 UAE 바라카에도 설비를 납품하며 해외 레퍼런스까지 더했다. 검증된 소수만 진출할 수 있는 시장에서 쌓은 이 독점적 지위 덕에, 동사의 수처리는 범용 설비를 넘어 원전 진입권으로 평가받는다.

팀코리아 패키지의 대체 불가능한 자리

**한국형 원전은 설계·제작·시공·정비를 묶은 팀코리아 컨소시엄을 통해 패키지로 수출되며, 발주처가 표준설계 노형을 통째로 도입하면 검증된 보조설비가 함께 따라 들어간다.** 수처리는 이 패키지 안에서 별도의 전문 영역으로 자리하는데, 해외에서 이미 그 자리를 채워 본 국내 민간 사업자는 동사뿐이다. 새로 진입하려는 경쟁자가 단기간에 레퍼런스를 갖추기 어렵기에, 금화정수의 바라카 경험은 수처리 패키지에서 대체 불가능한 지위로 기능한다.

한국 원전의 수출 확대 → 동사의 수혜

**한국 원전 수출 파이프라인의 확대는 그 자체로 동사 수처리 유효시장의 선행지표다.** 체코 두코바니 2기가 본계약으로 확정되고 미국 페르미 프로젝트에서 한국 기업 최초의 대형원전 기본설계 계약이 체결되는 등, 한국형 노형의 채택은 확정 계약건 위에 다수의 추진 프로젝트가 쌓이는 깔때기 구조를 그린다. 수출되는 원전마다 그 안의 수처리를 맡을 국내 후보가 동사로 한정되는 조건이 성립한 지금, 한국 원전 수출의 과실은 필연적으로 동사를 향해 흐른다.

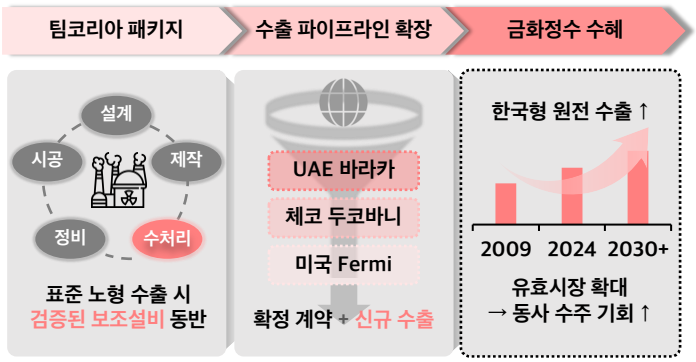
반도체가 여는 더 이른 실적 가시화

**동사의 수처리는 원전에 더해 석유화학·반도체·해외 환경플랜트 전반으로 확장되고 있으며, 그중에서도 반도체는 가장 빠르게 가시화되는 시장이다.** SK하이닉스 용인 클러스터의 수처리·폐수처리를 수행하며 국내 최대 반도체 투자 현장에 이미 뛰어들었다. AI 데이터센터 확산과 반도체 클러스터 증설은 초순수·폐수처리 수요를 확대시키며 수처리 부문의 성장을 뒷받침할 예정이다.

원전 기술이 그대로 이전되는 초순수

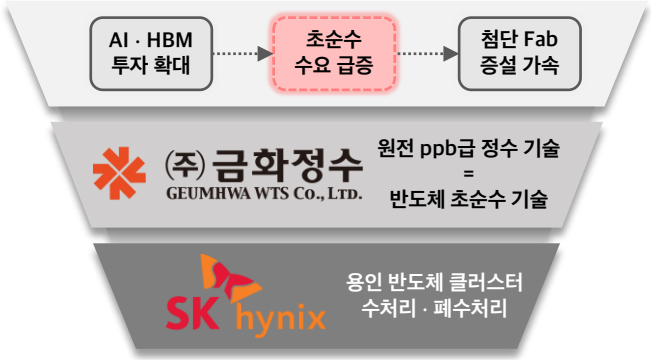
**반도체가 동사의 시장인 이유는, 그 핵심인 초순수 생산이 원전 수처리와 같은 기술 기반 위에 있기 때문이다.** 공정 고도화와 증설은 반도체 공정의 웨이퍼 세정용 초순수 수요를 키우며, 미세 오염이 곧 수율 저하로 이어지는 만큼 불순물을 ppb 단위까지 제거하는 고도 정수·역삼투·멤브레인 기술이 필수다. 이는 동사가 원전의 1·2차 계통 수질 관리에서 이미 검증한 역량과 직접 맞닿아 있어, 대형 Fab 증설 국면에서 동사는 보유 기술을 그대로 활용해 반도체 시장에 진입할 수 있다. 원전 수처리를 본업으로 둔 동사에게, 반도체는 같은 기술로 외형을 키우는 확장의 발판이 된다.

도표 2-6. 팀코리아 수출 확대에 따른 동사의 수혜




출처: 언론 종합, 동사 IR, SMIC 1팀

도표 2-7. AI Fab 증설이 금화정수 수주로 이어지는 구조

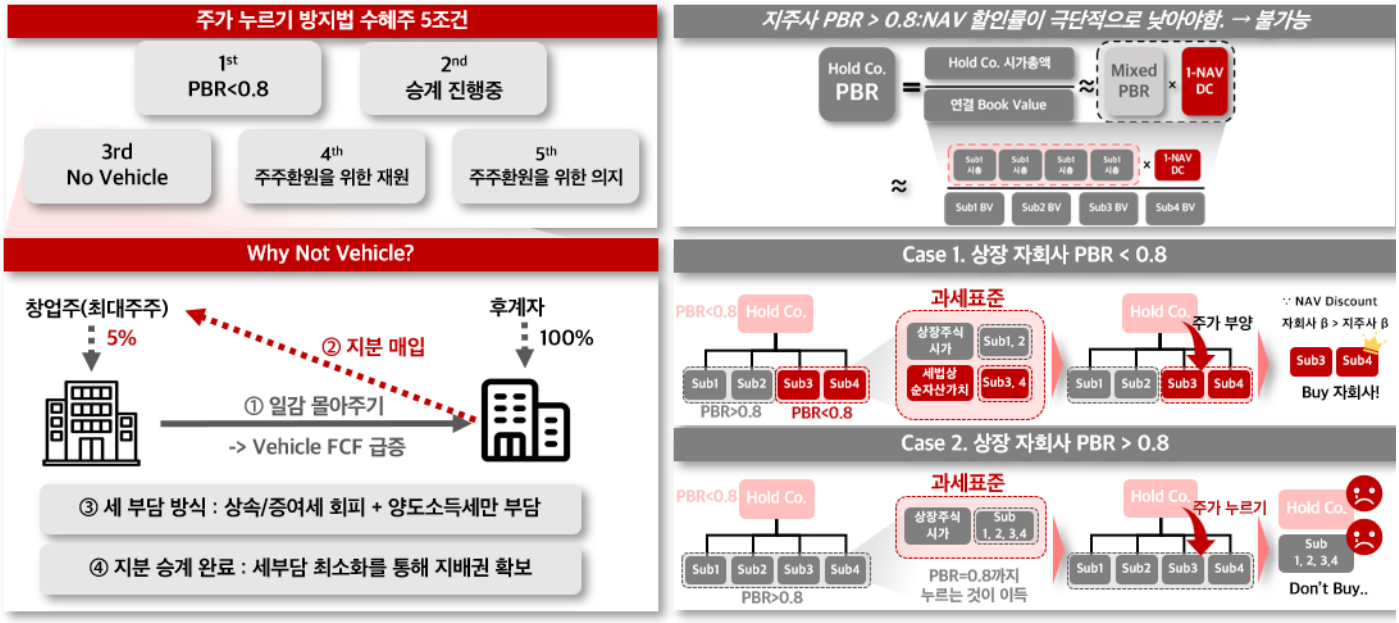



출처: SK하이닉스, 동사 IR, SMIC 1팀

# 3. Low Price Better Rise - Investment Thesis

*코리아 디스카운트는 한국 증시의 고질적이자 만성적인 문제이다. 본서는 이러한 코리아 디스카운트를 해소하기 위해 현 정부에서 내놓은 법안인 '주가누르기방지법'과 '주가정상화법'을 톺아보고, 해당 법안들로 인해 주가가 부양될 수 있는 기업의 조건들에 대해 논의한다. 그리고 최종적으로 해당 조건들을 모두 갖춘 동사가 최대 수혜주가 될 것임을 논증한다.*

도표 3-1. 본서의 기업선정 논리




출처: SMIC 1팀

## 3.1. 코리아 디스카운트, 그리고 법안에 대한 소고

코리아 디스카운트는 한국 증시의 고질병

**현재 한국 증시는 코스피 상장사의 약 60%, 코스닥 상장사의 약 41%가 PBR 1배를 밑돌고 있으며, 이는 기업의 자본배치가 구조적으로 실패했다는 뜻이다.** PBR이 1배 미만인 기업은 시가총액이 보유 순자산에도 미치지 못하고 있으며, 사실상 계속기업의 가치가 청산가치보다도 작다는 점을 함의한다. ROE가 자기자본비용, 즉 주주의 요구수익률에 미치지 못함으로 인해 PBR이 1배 미만으로 내려가므로, 해당 문제점은 기업의 자본배치 효율화 및 주주환원정책의 확대 등을 통해 개선할 수 있다.

주가누르기방지법은 닉값을 제대로 함

**바로 이러한 골자에서 주가누르기방지법과 주가정상화법이 등장했다.** 현행세법 하에서 상속/증여를 앞둔 기업은 절세를 위한 주가 누르기를 할 유인이 생긴다. 따라서 주가누르기방지법은 상장주식의 평가액이 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우(해당 순자산가치가 회계상 장부 기준인지, 혹은 세법상 재평가된 순자산인지 확정된 바가 없으므로 본서에서는 편의상 회계상 장부 기준, 즉 PBR로 가정한다), 시가 대신 비상장주식의 세법을 준용하여 평가액의 하한을 순자산가치의 80%로 한다. **즉, '상장 프리미엄'을 역이용하는 것을 원천 차단하겠다는 것이 주가누르기방지법의 핵심인 것이다.**

결국 저PBR을 통한 절세를 막고자 함

**주가정상화법은 기업이 저평가되어있는 원인과 그에 대한 설명 책임을 시장 및 주주들 앞에 끌어내고자 하는 장치다.** 2개 사업연도 연속으로 PBR이 1배 미만인 상장사에게 구체적인 기업가치 제고 계획 공시를 의무화하는 법안이기 때문이다. 즉, 양 법안 모두 결론적으로 저PBR을 통한 절세라는 승계 공식을 무너뜨리고, 오너가 주가를 누를 유인 자체를 공략한다고 해석할 수 있다. 그러나 한 가지 유의할 점은 법안에 형식적으로 걸린다고 해서, 해당 법안이 모든 저PBR 기업들의 오너의 행동을 바꾸지는 않을 것이라는 점이다. 즉, 단순한 저PBR 주식과 진짜 법안으로 인한 수혜주를 가려내야한다.

### 3.2. 수혜주의 요건 정리 및 동사 선정 메커니즘

법안에서 살아남기 위한 5가지 요건

**본서에서는 상술한 법안들로 인한 수혜주의 요건을 크게 5가지로 압축한다.** 먼저, PBR이 0.8 미만인 기업이어야 한다. 둘째, 아직 승계가 완료되지 않은, 즉 최대주주의 잔여지분이 상당부분 남아 있어야 하며, 해당 최대주주가 고령이기 때문에 빠른 시일 내에 상속/증여를 해야하는 기업이어야 한다. 셋째, 우회상속/증여 수단이 부재한 기업이어야 한다. 넷째, 주주에게 환원을 할 수 있는 재원이 풍부해야 한다. 마지막으로 다섯 번째는 주주에게 환원의지가 있는 기업이어야 한다.

조건 1: 저PBR

**먼저, 저PBR 조건의 경우 주가누르기방지법이 PBR 0.8을 기점으로 세액 평가 방식이 통째로 바뀌는 구조를 띠기 때문에 PBR이 연속적으로, 깊이 눌려있어야 한다.** 단발적으로 PBR이 0.8을 밑도는 경우 자사주 매입, 혹은 배당 시그널만으로도 일시적으로 평가기준일 전후 주가를 위로 밀어올려 세액을 회피할 여지가 있기 때문이다. 또한, PBR이 0.5 안팎으로 깊이 눌린 기업일수록 해당 세법 개정안에 따른 세금을 피하기 위한 적극적인 주주환원 정책을 통해 주가를 부양하거나, 배당을 통해 상속/증여세를 충당하고자 할 가능성이 높다. 동사의 경우 PBR이 4년 연속으로 0.5 안팎에서 횡보한다.

조건 2: 잔여지분+ 최대주주 고령

**두 번째로, 가업승계가 이미 완료된 기업은 상속/증여의 대상이 아니기 때문에 승계가 완료되지 않아야 하며, 최대주주의 잔여지분이 상당부분 남아있으며 최대주주가 고령이어야 한다.** 예컨대 특정 기업의 회장이 50~60대 정도로 비교적 젊을 경우, 경영권에서 조기에 물러나려는 의사가 없는 한 주가누르기방지법이 제정된다고 해서 당장 상속을 할 확률은 상당히 낮다. 지분을 승계하는 순간 최대주주로서의 지위를 상실하고 경영권에서의 영향력이 없어지기 때문이다.

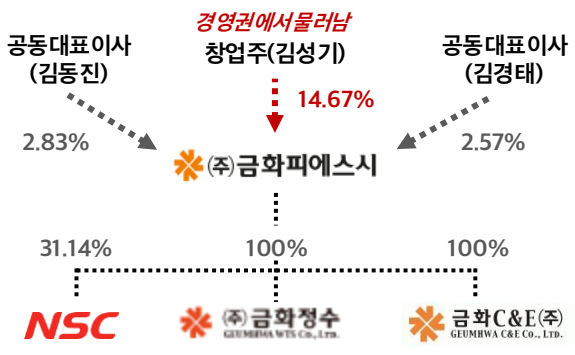
동사는 지분 승계를 할 수밖에 없음

**상속/증여를 가까운 시일 내에 할 것으로 예상되는 기업들에게만 주가누르기방지법이 지분 승계를 가속화하는 트리거가 될 수 있으며, 동사는 그럴 확률이 높다.** 동사는 1938년생의 창업주가 아직 단일 최대주주로, 현재 14.67%의 지분을 보유하고 있다. 이에 비해 후계자인 두 아들의 지분율은 각각 3%도 채 되지 않는 상황이다. 이에 더해, 동사의 창업주는 2026년 3월 사내이사직에서도 물러남으로써 사실상 경영권에서 손을 뗐다. 따라서, 동사는 가까운 시일 내에 상속 및 증여가 일어날 확률이 높으며, 이에 따라 주가누르기방지법 제정이 동사에게는 승계의 발단이 될 수 있다.

조건 3: 상속/증여세 우회 수단 부재

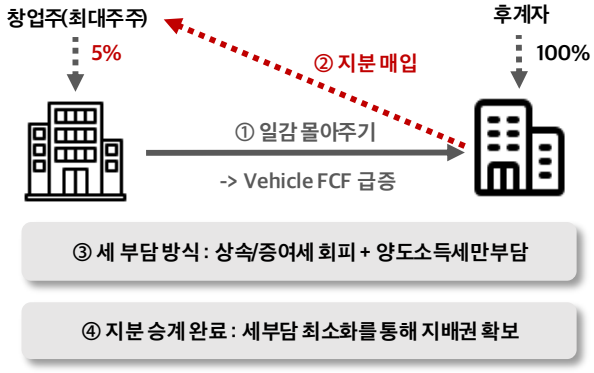
**세 번째 조건은 가장 중요한 조건 중 하나로, 상속/증여를 피하면서 지분 승계가 이루어질 수 있는 우회수단인 '승계 Vehicle'이 존재하면 안된다는 점이다.** Vehicle이란 향후 승계를 받을 후계자가 세부담 감소를 위해 지분 100%, 혹은 압도적인 과반을 보유한 회사를 말한다. Vehicle을 설립한 후, 해당 기업에게 일감 몰아주기 등을 통해 잉여현금흐름을 급증시킨다. 그리고 Vehicle에 쌓인 현금으로 창업주의 본 기업에 대한 지분을 사들이는 등의 행위를 통해 지분 승계를 완료할 수 있다. 이렇게 되면 블록딜 매매 거래가 되기 때문에 상속/증여세를 부담하지 않고 상대적으로 저렴한 양도세만 부담한다.

도표 3-2. 동사의 지배구조




출처: DART, SMIC 1팀

도표 3-3. Vehicle을 통한 상속/증여세 우회 방법




출처: SMIC 1팀

Case Study
: 한국단자

**일례로, 한국단자의 경우 케.이.티.인터내쇼날(Vehicle)을 통해 상속/증여를 피한 승계작업 계획을 이미 세워놨다.** 한국단자는 Vehicle의 지분을 9.93% 가지고 있고, Vehicle이 한국단자의 지분을 9.89% 보유한 상호출자관계이다. 한국단자의 대표는 아직 잔여지분이 5.3% 남아있고, Vehicle 지분의 80.12%는 후계자가 보유하고 있다. 한국단자는 Vehicle에게 꾸준히 일감을 몰아주었고, Vehicle에는 현재 100억원가량의 현금이 쌓여있다. 해당 상황에서 Vehicle은 사업 부문을 물적 분할하며 한국단자에게 380억원가량의 현금을 받아온다. 결론적으로 약 480억원가량의 현금으로 Vehicle은 대표의 잔여지분과 한국단자가 가지고 있는 9.93%의 지분을 충분히 매입할 수 있다. 즉, Vehicle을 지주회사격으로 올리며 승계작업을 완료하고, 상속/증여세를 우회하는 것이다.

엔에스컴퍼니는
우회수단이 아니에요~

**동사 역시 엔에스컴퍼니라는 관계기업이 존재하지만, 해당 기업은 Vehicle이 아니기 때문에 동사는 상속/증여세를 피할 수 없는 형태가 된다.** 엔에스컴퍼니는 동사가 31.14%를 출자한 관계기업으로, 비상장기업이 아닌 코넥스 상장기업이다. 이에 더해, 후계자가 해당 기업의 대부분을 보유하는 구조도 아니며 거래 방향 역시 일감 몰아주기와 정반대의 구조다. 동사가 엔에스컴퍼니로 보낸 매출은 0원인 반면, 오히려 동사가 엔에스컴퍼니에게 자금을 대여해주는 구조를 띠고 있다. 따라서 해당 기업은 Vehicle이 아니며, 동사는 김성기 최대주주의 지분을 승계할 경우 한국단자와는 달리 상속/증여세를 피할 수 없는 구조가 만들어진다.

조건 4,5:
주주환원을 안하면
말짱 도루묵

**네번째, 다섯번째 조건은 주주환원이 가능한 재원 마련과 환원에 대한 의지로, 동사는 이 마지막 조건들도 만족하고 있다.** 주주환원 정책, 즉 대표적으로 배당 또는 자사주 매입 후 소각을 하기 위해서는 이익잉여금이 충분해야 한다. 동사의 2025년 누적 이익잉여금은 무려 3,774억 정도이며, 배당성향 역시 2025년 기준 약 30%에 육박할 정도로 동사는 주주환원에 대한 의지가 존재한다. **즉, 동사는 상기한 조건들을 모두 만족하며 주가 부양 시나리오가 성립하는 기업이다.**

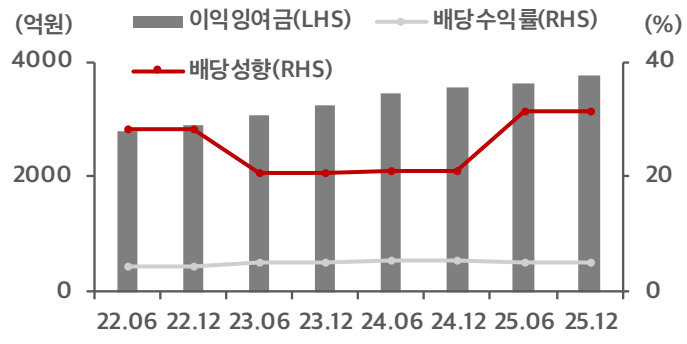
+α: Why not 지주사?

**추가로, 지주사의 경우 주가누르기방지법이 시행되더라도 PBR을 임계치인 0.8까지 높이기가 거의 불가능하다.** 특히 본업이 부재한 순수지주사의 경우 PBR의 값은 상장 자회사들의 Mixed PBR에 (1-NAV Discount)를 곱해준 값과 유사하기 때문에 NAV 할인률을 극단적으로 낮추지 않는 한 지주사의 PBR은 상장자회사의 가치를 높이는 만큼 따라 상승하지는 않는다.

결론: 지주사는
법안의 최대 수혜주가
될 수 없다

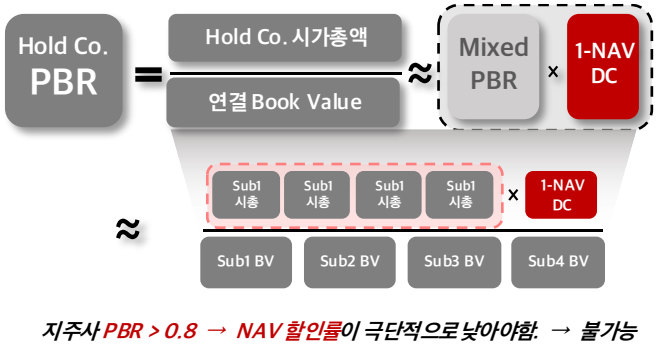
**이에 따라 지주사는 2가지 시나리오를 고려해볼 수 있고, 양측 모두 지주사가 최대수혜주가 아님을 증명한다.** 첫번째, 산하 상장 자회사의 PBR도 0.8 미만인 경우다. 그 경우 상장자회사 역시 PBR을 높이기 위해 노력할 것이고 이 때 주가의 베타는 NAV 할인률을 적용한 지주사가 더 작을 것이기 때문에 상장자회사가 더 수혜주가 된다. 두번째, 산하 상장 자회사의 PBR이 0.8보다 높은 경우다. 그 경우 어차피 지주사는 PBR을 0.8로 높이기 힘들기 때문에 오히려 상증세를 줄이기 위해 자회사의 주가를 누르려고 할 것이고, 이 경우에도 지주사는 수혜주가 될 수 없다.

도표 3-4. 동사의 이익잉여금 및 배당성향




출처: DART, SMIC 1팀

도표 3-5. 지주사의 PBR




*지주사 PBR > 0.8 → NAV 할인률이 극단적으로 낮아야함. → 불가능*

출처: SMIC 1팀

# 4. 눌린 주가에 날아온 청구서 - Point ②

## 4.1. 저평가 : 돈을 잘 버는데, 너무 쌓아둬서 눌렸다

본업은 견실하다

**동사의 구조적 저평가는 사업이 무너졌기 때문이 아니다.** 동사는 발전정비 중심의 반복 매출을 기반으로 26년 연속 흑자를 기록했고, 본업 수익성도 견실하다. 모회사 정비사업만 떼어 보면 영업 ROIC는 약 25%에 달하며, 수처리·정비 자회사까지 포함한 연결 기준 영업 ROIC도 약 14%로 자본비용 약 10%를 웃돈다. 문제는 대차대조표다. 연결 자산총계의 40%, 약 1,955억 원이 현금·금융자산·투자지분 등 비영업자산으로 구성되어 있으며, 이는 시가총액을 오히려 넘어선다. 즉 시장이 할인하는 것은 본업의 질이 아니라, 쌓인 자본이 주주에게 돌아올 수 있는지에 대한 신뢰 부족이다.

쌓인 자본이 ROE와 PBR을 동시에 누른다

**이 비효율은 ROE와 밸류에이션에 그대로 반영되고 있다.** 2019년 이후 BPS는 77% 증가했지만 주가는 제자리였고, PBR은 0.85배에서 0.47배로 하락했다. 견고한 본업을 통해 자본은 계속 쌓였지만, 유보된 이익이 고수익 재투자로 이어지지도, 배당·소각을 통해 주주에게 환원되지도 않았기 때문이다. 오히려 본업은 두 자릿수 수익률을 내고 있는 반면, 현금성 자산의 수익률은 약 3%에 그치고 일부 관계기업은 적자를 기록하며 연결 수익성을 희석하고 있다. 그 결과 연결 ROE는 7.9%까지 낮아졌다.

핵심 질문은 환원이다

**따라서 동사는 능동적으로 주가를 '누른' 회사라기보다, 풀 수 있는 자본을 방치해 저평가를 키워온 회사에 가깝다.** 동사에 대한 투자 논리의 핵심은 본업의 이익창출력이 아니라, 쌓인 현금과 비영업자산이 언제, 어떤 방식으로 주주에게 돌아오며 자본구조 비효율이 해소될 수 있는가다.

## 4.2. 변화의 엔진: 외부 압력이 아니라 승계

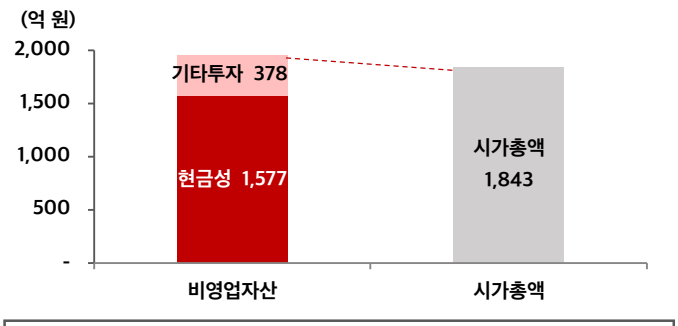
배당 잘해주는 예쁜 동사

**동사는 26년 연속 흑자를 바탕으로 꾸준히 배당을 집행해 온 안정적인 배당주이며, 그 배경에는 본업의 견조한 현금창출력과 더불어 행동주의 펀드 Teton Capital의 지속적인 감시도 자리하고 있다.** Teton은 동사 지분 13.3%를 경영참여 목적으로 보유하고 있으며, 이는 김성기 회장 단독 지분 14.67%에 거의 맞먹고 회장을 제외한 직계가족 지분 12.22%보다도 큰 규모다. 이러한 외부 주주의 견제 속에서 동사는 안정적인 환원 기조를 유지해 왔다.

승계와 함께 주주환원 ↑

**이렇게 다져진 배당 기조 위에서, 최근 승계 국면과 맞물려 환원을 한층 강화하는 움직임이 나타나고 있다.** 결정적 단서는 2026년 3월의 DPS 증액과 배당성향 정정 기재다. 동사는 정기주총에서 DPS를 1,400원에서 1,600원으로 올렸고, 그 결과 2026년 고배당기업 요건에 최초로 해당하게 되었다. 단순한 배당 확대를 넘어, 승계라는 내부 이벤트가 본격화되는 국면에서 환원정책을 가다듬어 가는 과정으로 읽힌다.

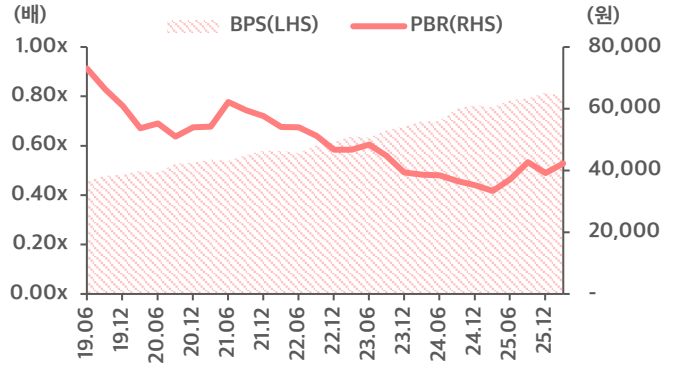
도표 4-1. 시가총액을 넘어서는 비영업자산




연결 자산총계의 40%, 약 1,955억 원이 현금·금융자산·투자지분 등 비영업자산

출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-2. 2019년 이후 동사의 BPS 및 PBR 추이




출처: DART, SMIC 1팀

분리과세 요건까지 맞춘 동사

**동사는 배당성향을 당초 25.1%로 기재했으나, 원본 제출 후 영업일 하루 만에 법정 기준인 연결 지배주주 순이익 기준 30.9%로 정정하며 고배당기업 요건에 부합하게 되었다.** 정정 후 수치는 법정 기준에 따라 산정된 것으로 타당한 정정에 해당하며, 그 결과 동사는 분리과세가 적용되는 고배당기업 자격을 확보하게 되었다. 분리과세 요건을 맞춰냄으로써, 동사는 세제 절감과 주주환원이라는 두 마리 토끼를 모두 잡은 것이다. 분리과세 요건이라는 세제 유인이 동사의 환원정책 방향과 자연스럽게 맞물려 가며, 동사의 주주환원정책 확대를 기대하게 하는 대목이다.

추가적인 환원 확대 기대 가능

**이 사건의 시사점은 명확하다.** 동사는 본래 배당 의지가 분명한 기업이며, 분리과세 요건 충족 사례에서 보듯 환원정책을 점진적으로 강화해 왔다. 여기에 승계로 인한 재원 마련의 필요성이라는 내부 이벤트가 더해지면서, 환원을 한층 확대할 유인이 새롭게 형성되고 있다. 따라서 동사의 추가적인 환원 확대는 외부 주주의 압박이 아니라, 승계라는 내부 이해관계가 본격적으로 작동하는 국면에서 더욱 힘을 받을 가능성이 높다.

경영권은 넘어갔지만 지분은 남았다

**동사는 현재 승계를 진행 중에 있다.** 창업주인 김성기 회장은 2020년 대표이사직에서 물러났으며, 이후 장남·차남 공동대표 체제로 전환되었다. 경영권은 직책상 이미 2세로 넘어간 것이다. 그러나 핵심 지배지분은 여전히 김성기 회장에게 남아 있다. 김 회장은 단일 최대주주로 14.67%, 880,086주를 보유하고 있다. 반면 2세인 김경태 2.57%, 김동진 2.83%, 3세 각 0.50%의 지분은 아직 소수에 그치며, 직계가족 지분은 26.89%, 계열사·장학재단까지 포함한 특수관계인 전체 지분은 37.51%다.

아직 정리되지 않은 마지막 지분 블록

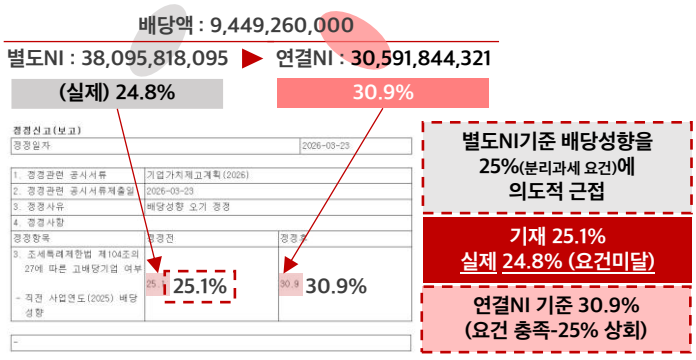
**경영권을 이미 2세로 넘겼음에도, 회장이 14.67%라는 핵심 지분을 아직 넘기지 않은 이유는 무엇일까.** 마지막 지분 블록을 누구에게, 언제 넘길지 아직 확정하지 않았기 때문으로 보인다. 회장의 과거 증여 이력에서도 이를 뒷받침하는 단서가 확인된다.

아직 확정되지 않은 승계 구도

첫째, 2010년 장남과 차남에게 각각 10만 주씩 동일하게 증여해 두 아들의 지분을 대칭적으로 유지했다. **후계를 한 명으로 확정하기보다 균형을 관리해온 셈이다.** 둘째, 2012년과 2018년에는 아들을 건너뛰고 손주 3인에게만 증여했다. 생존 중인 조부가 손주에게 직접 증여하면 세대생략 할증 30%가 붙는데, 이를 감수하면서까지 2세로의 배분을 미룬 것이다. 셋째, 2020년 이후 5년간 아들에 대한 추가 증여가 없다. 여기에 장남과 차남이 각각 금화피에스시와 엔에스컴퍼니 대표를 맡고 있고, 두 회사 간 상호출자 고리도 존재한다. 누구에게 무게를 실을지가 아직 정리되지 않은 구조다.

*결국 오너 일가의 당면 의사결정은 하나로 좁혀진다. 세금과 지배력을 동시에 지키며 마지막 핵심 블록을 어떻게 물려줄 것인가. 이 질문이 동사의 자본배치 변화를 촉발할 내부적인 압력이다.*

도표 4-3. 동사의 배당성향 오기정정 공시(26.03)




출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-4. 김성기 회장의 지분증여 이력

| 시점 | 수증자 | 규모 |
|---|---|---|
| 2010-10 | [2세] 김경태 100,000주, 김동진 100,000주<br>[배우자 등 특수관계인] 송기원 등 200,000주 | 400,000주 |
| 2012-06 | [3세] 김제민/김제연/김제윤 각 15,000주 | 45,000주 |
| 2018-05 | [3세] 김제민 12,648주, 김제연 11,700주, 김제윤 11,700주 | 36,048주 |
| 2020-12 | [2세] 김경태 25,797주, 김동진 22,100주<br>[특수관계인] 전해숙 25,269주, 최경숙 24,500주 | 97,666주 |
| 현재 | 김성기 회장 보유주식수 880,086주(14.67%) | |

출처: DART, SMIC 1팀

### 4.3. 누르기방지법: 저PBR 승계 공식의 붕괴

저PBR 승계 공식이 뒤집힌다

**일반적으로 저PBR은 승계를 앞둔 오너에게 유리하다.** 상장주식은 평가기준일 전후 평균 시세로 상속·증여세가 계산되므로, 주가가 낮을수록 세금도 낮아진다. 이 때문에 승계를 앞둔 오너기업에서는 배당 확대나 자사주 소각을 미룰 유인이 생긴다. 낮은 주가 자체가 절세 수단이 되기 때문이다. 그러나 주가누르기방지법이 통과되어 시행된다면 오너의 의사결정이 달라진다. 해당 법안의 취지는 PBR 0.8배 미만 상장주식에 대해 단순 시장가격만 적용하지 않고, 비상장주식 평가방식처럼 자산가치와 수익가치를 함께 반영하겠다는 것이다. 즉 저PBR 상태가 오히려 세무상 보충평가를 불러오는 구조다.

흑자 저PBR의 역설: 보충적평가액에서 세금이 더 커진다

**동사에 이 법안이 중요한 이유는 명확하다. 동사는 적자기업이 아니라 흑자 저PBR 기업이다.** 최근 3년 별도 기준 평균 ROE는 약 11%로, 순손익가치 산정에 쓰이는 환원율 10%에 거의 수렴한다. 따라서 EPS를 10%로 환원한 순손익가치는 BPS 근처로 도출될 수밖에 없다. 실제 최근 3년 가중평균 EPS 약 6,130원을 10%로 환원하면 순손익가치는 약 61,300원으로 산출된다.

재평가된 순자산가치가 과세기준을 끌어올린다

**순자산가치 역시 단순 장부 BPS에 그치지 않는다.** 별도 자본총계 BPS는 현재 약 59,600원이지만, 상증법 보충적 평가방식에서는 모회사의 자산·부채를 재평가하고, 보유 중인 종속·관계기업투자주식도 다시 평가한다. 토지·투자부동산 공시지가 환산 효과 약 84억~162억 원과 자회사 지분 재평가 효과 약 84억~164억 원을 반영하면, 추정 별도 1주당 순자산가치는 약 62,400~65,100원으로 올라간다. 이를 순손익가치와 가중평균하면 동사의 보충적 평가액은 약 61,700~62,800원으로 추정된다.

PBR 0.8 정상화가 오히려 세금을 낮춘다

**즉 법 시행 이후에는 현재의 저PBR을 방치해도 세금 기준가가 낮아지지 않는다.** 오히려 과세 기준가가 장부순자산 이상으로 끌어올려진다. 반대로 주가가 PBR 0.8배 이상으로 정상화되면 보충평가 적용을 피하고 시장가격 기준 과세가 가능해진다. 현재 기준으로 PBR 0.8배에 해당하는 주가는 약 47,700원으로 보충평가액 약 62,000원보다 낮다. 회장 보유 지분 880,086주 기준으로 보면 차이는 작지 않다. PBR을 방치해 보충평가액이 적용된 과세표준은 약 548억 원, PBR 0.8 수준으로 정상화되어 시가가 적용된 과세표준은 약 420억 원이다. 최고세율 50% 적용 시 약 64억 원의 세액 차이다.

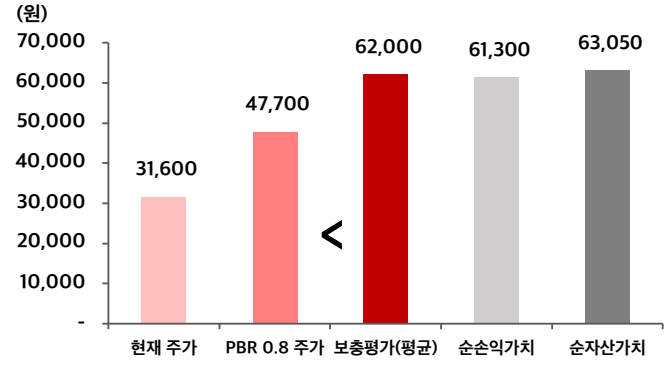
### 4.4. 시나리오분석: 유예기간 중 증여 vs PBR 정상화

*누르기방지법이 통과·시행된다는 전제에서, 오너 일가의 합리적 대응은 유예기간 유무에 따라 갈린다.*

시나리오 1: 유예기간 중 증여

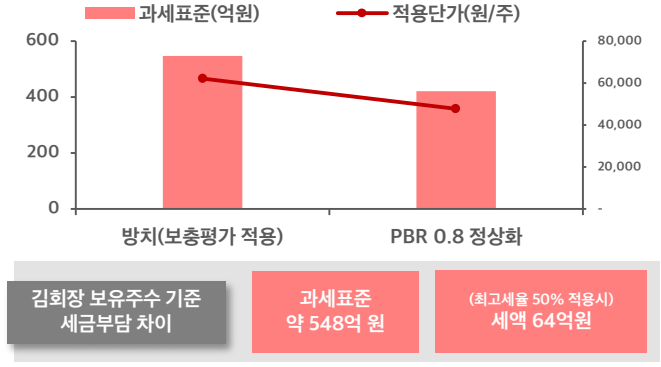
**먼저 유예기간이 존재하는 경우다.** 오너 입장에서 가장 유리한 선택은 법 효력 발생 전, 아직 눌린 시세로 김성기 회장 지분을 증여하는 것이다. 예를 들어 시행 전 평균 주가를 약 35,767원(현행 종가평균)으로 가정하면, 회장 보유 880,086주의 증여가액은 약 315억 원이다. 이에 따른 증여세는 일반 기준 약 152억 원, 가업승계특례 적용 시 약 76억 원으로 추정된다.

도표 4-5. 보충평가액은 순자산가치 근처로 수렴




출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-6. PBR 0.8 정상화가 오히려 세금을 낮춘다




출처: DART, 국세청, SMIC 1팀

현 배당으로도 감당 가능한 연부연납

**이 경우 수증자는 일시 납부보다 연부연납을 선택할 가능성이 높다.** 가업승계특례 적용을 가정하면 특례분은 15년, 사업무관분은 5년에 걸쳐 나누어 납부할 수 있다. 그 결과 첫 5년은 연 약 14억 원, 이후 6~15년차는 연 약 1~2억 원 수준으로 부담이 낮아진다. 중요한 점은 첫해 부담 약 14억 원이 2세가 현재 DPS 1,600원 기준으로 수령하는 세후 배당금 약 14.5억 원과 거의 일치한다는 것이다. 즉 해당 기간 증여가 가능하다면, 현 수준의 배당만으로도 연부연납 재원을 감당할 수 있다.

유예기간 중 증여 시 배당 확대 유인은 약함

**이 경우 동사가 분리과세 자격 유지를 위해 배당을 크게 늘릴 유인은 제한적이다.** 김성기 회장 및 특수관계인의 지분은 37.51%에 그쳐, 배당을 늘리더라도 지급액의 약 62.5%는 특수관계인 외부 주주에게 귀속된다. 더구나 특수관계인 지분에는 엔에스컴퍼니와 금화장학회 등 법인·재단 지분도 포함되어 있어, 오너 일가 개인이 직접 누리는 분리과세 효과는 이보다 작다. 반면 분리과세가 절감해주는 세금은 가족 개인이 이미 수령하는 배당에 대한 약 22%p 수준에 그친다. 낮은 시가로 승계세가 확정된 상황이라면, 제한적인 세제 혜택을 지키기 위해 외부 누수가 큰 배당을 매년 늘릴 유인은 약하다.

시나리오 2: PBR 정상화(0.8)가 절세 수단이 된다

**반대로 유예기간이 없거나, 법 시행 전 증여가 불가능한 경우에는 경로가 달라진다.** 이 경우 오너 일가의 절세 방법은 PBR을 0.8배 이상으로 끌어올려 보충평가 적용을 피하는 것이다. 김성기 회장 지분 기준으로, PBR 0.8배 미만을 방치하면 과세표준은 약 548억 원이지만, PBR 0.8배 수준으로 정상화되면 약 420억 원으로 낮아진다. 이는 최고세율 50% 구간에서 약 64억 원의 세액 차이로 이어진다.

배당은 과세표준을 낮추는 환원이다

**따라서 시나리오 2에서 배당은 단순한 주주환원이 아니라 과세표준을 낮추기 위한 수단이 된다.** 일시적인 주가 부양은 시장의 신뢰를 얻기 어렵다. 결국 PBR 0.8배 이상을 정당화하려면 배당 확대와 자사주 소각을 포함한 지속적 환원정책이 필요하다. PBR 0.8배는 목표주가 약 51,000원, 현재가 대비 약 60% 상승 여력에 해당한다. 동사와 같은 고배당주가 배당수익률로 평가받는다고 보면, 이 주가를 정당화하는 데 필요한 DPS는 시장의 요구수익률에 따라 달라진다.

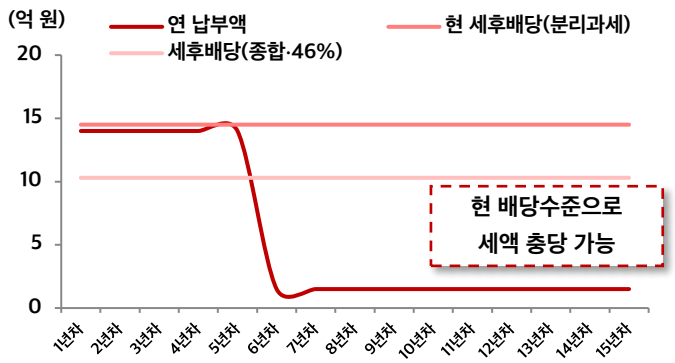
DPS 증액을 이끌어내리라

시장이 5.0~5.5%의 수익률을 요구한다면 DPS는 약 2,600~2,800원, 배당성향은 약 50~54%까지 올라야 한다. 반대로 환원정책의 신뢰가 쌓여 요구수익률이 4.0~4.5%로 낮아진다면 DPS 약 2,000~2,300원, 배당성향 약 40~45%에서도 PBR 0.8배 접근이 가능하다. 어느 경우든 현재 DPS 1,600원 대비 약 30~80%의 증액이 필요하다. 다만 오너 입장에서는 외부주주로의 현금 유출 부담이 크기 때문에, 실제 환원정책이 배당 확대만으로 구성될 가능성은 낮다.

소각 병행 가능성이 큼

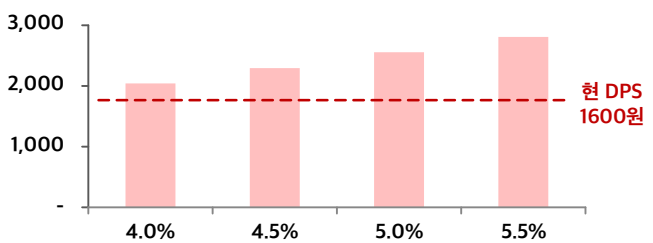
**오너일가가 선택할 수 있는 주주환원 방법 중 자사주 매입·소각은 낮은 PBR 구간에서 주당 지표를 개선하고, 비영업자산을 줄이며, 지분율을 간접적으로 높이는 효과가 있다.** 따라서 오너 일가에게 합리적인 경로는 DPS를 단번에 50% 이상 끌어올리는 방식이라기보다, 배당성향 40%대에 해당하는 DPS를 하방으로 제시하고, 잔여 환원 여력을 자사주 매입·소각에 배분하는 조합일 가능성이 높다.

도표 4-7. 유예기간 중 증여시 세액, 현 배당으로 감당 가능




출처: 대한민국 정책브리핑, SMIC 1팀

도표 4-8. PBR 0.8을 정당화(#2)하는 필요 DPS




| 요구수익률 | 4.00% | 4.50% | 5.00% | 5.50% |
|---|---|---|---|---|
| DPS | 2,040 | 2,295 | 2,550 | 2,805 |
| 배당성향 | 40% | 45% | 49% | 54% |

출처: SMIC 1팀

### 4.5. 자본효율과 오너 이해가 일치하는 순간

유예기간 중 증여, 오너에만 좋은 최적해

**세액만 놓고 보면 '시나리오 1'이 오너 일가에 가장 유리하다.** 법 시행 전 낮은 주가로 증여를 마치면 세부담은 크게 줄고, 그마저 현재 배당 수준으로 충당 가능하다. 추가적인 자본정책 변화 없이도 승계 비용을 최소화할 수 있는 셈이다. 그러나 이는 가족의 세금 문제를 해결하는 사건일 뿐, 주주에게 돌아갈 몫이 늘어나는 사건은 아니다. 유예기간 중 증여가 이뤄지면 배당은 현 수준에서 정체될 가능성이 높고, 갇힌 자본도 그대로 남는다. 승계가 끝나도 자본배치 비효율은 해소되지 않는다.

세금 최적해와 실행 가능성은 다르다

**다만 세액상으로 가장 유리하다는 것과 실제로 그 선택을 즉시 실행할 수 있다는 것은 별개의 문제다.** 동사의 승계는 아직 지분 이전만 남은 단순 절차라기보다, 후계 구도 자체가 완전히 정리되지 않은 상태에 가깝다. 따라서 법 유예기간이 주어진다고 해서 대규모 증여를 단기간에 단행한다고 단정하기는 어렵다. 세금 측면에서는 최적인 방법일 수 있지만, 후계 구도·지분 균형·계열사 간 지배구조를 동시에 정리해야 하는 오너 입장에서는 실행 부담이 작지 않기 때문이다.

즉시 증여가 어렵다면, 환원이 곧 절세 전략

**이와 같은 이유로 유예기간 중 증여 공시가 없거나, 유예기간 없이 법이 시행된다면 상황은 달라진다.** 오너 일가가 세금을 줄일 수 있는 합리적 전략은 PBR 0.8배 이상 정상화이고, 이를 위해서는 배당 확대와 자사주 소각이 필요하다. 이때 늘어난 배당의 상당 부분이 외부주주에게 지급되지만, 오너 일가는 그 누수를 감수할 유인이 있다. 그 대가로 줄어드는 세액 규모가 약 64억 원에 달하기 때문이다.

즉시 증여 공시 여부가 핵심 투자 신호다

**따라서 향후 관찰해야 할 핵심 신호는 유예기간 중 김성기 회장 지분의 증여 공시 여부다.** 증여 공시가 나오면 승계세는 낮은 시가 기준으로 해결되고, 주주는 소외될 가능성이 높다. 반대로 증여 공시 없이 환원 강화 신호가 확인된다면, 오너 일가와 일반주주의 이해관계가 처음으로 같은 방향을 향하게 된다. 절세를 위해 PBR을 올려야 하고, PBR을 올리기 위해 갇힌 자본을 풀어야 하기 때문이다.

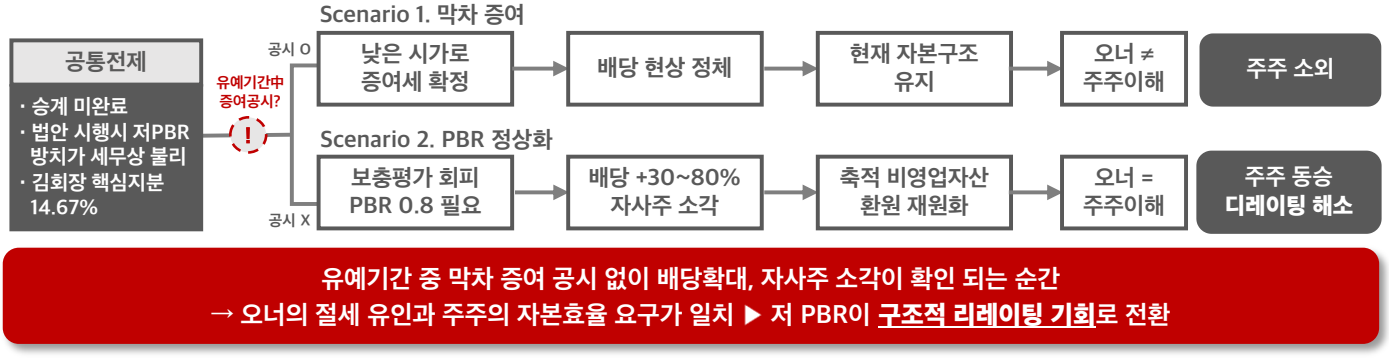
주주가 동승하는 조건

**요컨대 오너 일가가 낮은 시가로 승계를 마칠 수 있다면 주주는 소외된다. 그러나 낮은 시가 승계가 어려워지고 PBR 정상화가 절세 수단이 되는 순간, 주주는 오너의 이해관계에 동승하게 된다.** "쌓인 자본이 언제, 어떤 방식으로 주주에게 돌아오는가"에 대한 답은 여기에 있다. 동사의 투자 가치는 본업의 추가 성장보다 자본배치 비효율의 해소에 달려 있다. 그리고 그 해소는 오너의 절세와 주주의 가치제고가 같은 방향이 되는 시나리오 2에서 비로소 현실화된다.

환원 신호가 리레이팅의 출발점

**따라서 유예기간 중 증여 공시 없이 배당 확대 또는 자사주 소각 등 환원 강화 신호가 확인된다면, 동사는 저PBR 함정에서 벗어날 수 있다.** 이 경우 갇혀 있던 비영업자산은 더 이상 할인 요인이 아니라 주주환원의 재원이 되고, 낮은 ROE와 PBR을 눌러온 자본구조 비효율은 리레이팅의 근거로 전환된다. 결국 환원 강화가 확인되는 시점이야말로 저PBR 함정이 구조적 리레이팅 기회로 바뀌는 구간이며, 자본비효율에 가려져 있던 본업의 견고함이 비로소 주가로 재평가되는 출발점이 될 것이다.

도표 4-9. 승계 시나리오별 오너 유인과 주주환원 경로




출처: SMIC 1팀

# 5. 매출추정

동사의 매출은 사업부별로 성장 동인과 수익 인식 구조가 상이한 바, ① 경상정비, ② 플랜트건설, ③ 수처리(금화정수), ④ 자동차부품제조 및 기타로 구분하고 부문 내 세부 구성까지 Breakdown 하여 엄밀히 추정하였다. 반복형 정비 매출은 P×Q 및 수주공개 매출 기반으로, 프로젝트형 매출(플랜트, 수처리 건설계약)은 수주잔고 진행 기반으로 분리하여, 각 부문 driver가 매출에 미치는 영향을 직접 반영하였다.

**최종 매출추정 Table**

| (단위: 백만 원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 1Q26 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **248,348** | **337,610** | **340,227** | **423,434** | **84,919** | **473,729** | **458,758** | **484,212** |
| *YoY(%)* | *4.0%* | *35.9%* | *0.8%* | *24.5%* | *-2.4%* | *11.9%* | *-3.2%* | *5.5%* |
| 경상정비 | 206,112 | 236,010 | 253,310 | 307,663 | 48,788 | 299,798 | 327,015 | 349,210 |
| % of Sales | *83.0%* | *69.9%* | *74.5%* | *72.7%* | *57.5%* | *63.3%* | *71.3%* | *72.1%* |
| 플랜트건설 | 36,415 | 25,260 | 15,240 | 31,270 | 18,467 | 83,891 | 39,194 | 38,825 |
| % of Sales | *14.7%* | *7.5%* | *4.5%* | *7.4%* | *21.7%* | *17.7%* | *8.5%* | *8.0%* |
| 수처리 | 0 | 65,016 | 64,623 | 78,685 | 16,729 | 84,225 | 86,734 | 90,361 |
| % of Sales | *0.0%* | *19.3%* | *19.0%* | *18.6%* | *19.7%* | *17.8%* | *18.9%* | *18.7%* |
| 자동차부품제조 | 3,431 | 6,023 | 4,039 | 3,001 | 608 | 3,001 | 3,001 | 3,001 |
| % of Sales | *1.4%* | *1.8%* | *1.2%* | *0.7%* | *0.7%* | *0.6%* | *0.7%* | *0.6%* |
| 기타 | 2,390 | 5,301 | 3,015 | 2,815 | 327 | 2,815 | 2,815 | 2,815 |
| % of Sales | *1.0%* | *1.6%* | *0.9%* | *0.7%* | *0.4%* | *0.6%* | *0.6%* | *0.6%* |

## 5.1. 경상정비 부문 매출추정

**경상정비 매출추정 Table**

| (단위: 백만 원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 1Q26 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **경상정비 부문 매출액** | **206,112** | **236,010** | **253,310** | **307,663** | **48,788** | **299,798** | **327,015** | **349,210** |
| *YoY(%)* | *13.0%* | *14.5%* | *7.3%* | *21.5%* | *-26%* | *-2.6%* | *9.1%* | *6.8%* |
| **화력 (석탄, LNG)** | **171,873** | **192,068** | **199,162** | **244,602** | **35,661** | **225,412** | **235,407** | **245,845** |
| 수주 공개 매출 | 148,588 | 180,430 | 179,039 | 238,844 | 33,373 | 208,281 | 217,516 | 227,161 |
| 수주 미공개 매출 | 23,285 | 11,638 | 20,123 | 5,758 | 2,288 | 17,131 | 17,891 | 18,684 |
| **원자력** | **32,776** | **42,829** | **53,034** | **61,935** | **12,173** | **73,221** | **90,404** | **102,121** |
| Q (호기수 x 개월수) | 201 | 228 | 255 | 264 | 66 | 276 | 302 | 302 |
| ASP | 163 | 188 | 208 | 235 | 184 | 265 | 299 | 338 |
| **신재생** | **1,463** | **1,113** | **1,114** | **1,126** | **298** | **1,164** | **1,204** | **1,245** |
| 수주 공개 매출 | 1,463 | 1,113 | 1,114 | 1,126 | 298 | 1,164 | 1,204 | 1,245 |

**화력 경상정비는 발전원이 아니라 동사가 정비하는 발전 site에 귀속되는 반복형 매출로, 2028년까지는 수요가 굳건할 전망이며, 전방산업의 환경을 고려할 때 2026년부터는 완만한 P와 Q의 성장을 가정하였다.** Q 증가율은 11차 전기본상 화력(석탄+LNG) 용량 증가율인 연 1%을 Proxy로 삼았으며, P 증가율은 경상정비가 인력 집약적이며, 물가에 연동된 계약방식을 택하고 있다는 점에서 보수적인 물가상승률 추정치 2%와 2026년 건설직 시중 노임가 상승률 1.4%를 가산한 연 3.4%로 추정하였다.

기준연도의 경우, 2~4년 주기로 찾아오는 예방정비 수요가 줄 수 있는 노이즈의 영향력을 줄이기 위해 **과거 3년 평균 매출액을 기준으로 P, Q의 증가를 고려하여 2026년부터의 매출을 추정**하였다. 또한 과거 매출을 확인한 결과, 수주 공개 매출이 과거 화력 경상정비 매출의 평균 약 92%를 설명하는 바, 수주 공개 매출에 약 8%를 Markup 하여 총 매출을 추정하였다. 신재생에너지 부문의 경우 한 고객사로부터의 반복 수주인 바, Q의 변동성이 제한적이라고 판단하여 ASP의 성장만을 반영하였다. [Appx. 5]

**원자력의 경우 매출을 P와 Q로 분리하여 보다 엄밀히 추정하였다.** Q의 경우 동사가 맡고 있는 원자력 발전소 호기 수에 해당 연도 해당 호기에 대해 수행한 경상정비의 개월 수를 곱하여 추정하였으며, P는 원자력 발전소 경상정비 부문 총 매출액을 Q로 나누어 추정하였다. 이때 Q에 해당하는 경상정비 월수와 원자력 경상정비 매출액과의 결정계수는 0.94로, 고리수 x 개월 수가 매출에 대한 강한 설명력을 갖는다. [Appx. 4]

**과거 기간 P와 Q의 증가는 모두 원전 수 증가에 기인한다.** 2022년 말 신한울 1호기, 2024년 4월 2호기가 가동되며 원전이 24기에서 26기로 늘었고, 신규 호기는 가동 직후 시운전·초기 안정화 정비를 집중 창출해 동사가 맡는 호기수×개월수(Q)를 끌어올렸다. 동시에 이 신규 호기의 시운전, 초기 안정화 정비는 통상 정비보다 단가가 높은 고부가 정비인 바, 전체 정비 mix에서 차지하는 비중이 커지며 호기당 단가(Mixed ASP)도 함께 상승했다.

**동일한 메커니즘이 2026~2027년 새울 3·4호기 가동 시작과 함께 그대로 반복된다.** 또한 11차 전기본의 원전 확대, 계속운전 기조가 이를 받치는 바, 2022-2025까지의 성장곡선을 2028년까지 적용함이 합리적이라고 판단하였다. 이에 Q는 새울 3·4호기 Ramp에 맞춘 Slow Curve로, P는 추세적으로 적용된다고 가정하여 추정하였다.

### 6.2. 플랜트건설 부문 매출추정

**플랜트건설 매출추정 Table**

| (단위: 백만 원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 1Q26 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **플랜트건설 부문 매출액** | **36,415** | **25,260** | **15,240** | **31,270** | **18,467** | **83,891** | **39,194** | **38,825** |
| *YoY(%)* | *-20.7%* | *-30.6%* | *-39.7%* | *105.2%* | *456.7%* | *168.3%* | *-53.3%* | *-0.9%* |
| **기존수주** | | | | | | | | |
| **i. 국내** | **22,088** | **11,965** | **7,217** | **22,203** | **15,824** | **69,260** | **19,647** | **19,648** |
| 안인화력#1,2 터빈발전기외 설치공사 | 10,173 | 6,301 | 2,586 | 1,584 | 444 | | | |
| 삼척화력#1.2 터빈발전기외 설치공사 | 8,238 | 3,865 | 1,863 | 2,701 | | | | |
| 한빛원자력#3 해수배관스풀 설치공사 | 2,888 | | | | | | | |
| 한빛원자력#5,6 시료채취시스템설치공사 | 789 | 1,799 | 1,799 | 1,639 | | | | |
| 신한울원자력#3,4 Liner Plate설치공사 | | | 16 | 3,415 | 1,707 | 7,637 | 7,905 | 7,906 |
| 신한울원자력 #3,4 보조/공조기기 설치공사 | | | | 86 | 151 | 8,806 | 11,742 | 11,742 |
| 샤힌 에틸렌시설 PKG1 기계배관설치공사 | | | 953 | 12,775 | 13,311 | 52,272 | | |
| 시청역 유휴공간 소방공사 | | | | 3 | 211 | 545 | | |
| **ii. 해외** | **2,190** | **3,406** | **235** | **2,375** | **588** | **974** | | |
| IRAQ KARBALA REFINERY PJ 설치 | 2,071 | 3,412 | | | | | | |
| LIBYA AL KHALIJ STEAM turbine project | 119 | -6 | | | | | | |
| NIGERIA NLNG TRAIN 7 PIPING | | | 235 | 2,375 | 588 | 974 | | |
| **신규수주** | | | | | | | | |
| 신한울원자력 #3,4 BOP | | | | | | 5,890 | 11,780 | 11,780 |
| **엔지니어링 제조** | **8,365** | **6,260** | **7,278** | **6,559** | **1,992** | **7,116** | **7,116** | **7,116** |
| **전기공사** | **3,772** | **3,629** | **510** | **133** | **63** | **651** | **651** | **282** |

**플랜트건설은 과거 매출의 100%가 공개된 수주의 수익인식액으로 설명되는 프로젝트형 매출인 바, ASP 개념 대신 수주잔고 기반으로 추정하였다.** 기확보 수주는 미완료 공사의 합리적 진행률을 외부에서 산정할 수 없는 바, 공시된 계약기간까지 월할 안분하여 잔여 매출을 분배하였다.

**신규 수주는 공사현장에서 반복 수주가 일어나는 업계 관행을 고려하여, 보수적으로 수주가 확실시되는 신한울 #3,4 BOP 후속 물량만을 추가 반영하였다.** 신규 수주액은 동사의 원전 건설 관련 레퍼런스를 기반으로 추정하였으며, 기간은 신한울원자력 #3,4의 Ramp up 시기를 고려해 합리적으로 안분하였다. 이는 확실시되는 미래 수주만을 고려한 보수적인 추정으로 이후 Team Korea의 원전수주가 확대됨에 따라, 동사 역시 체코 두코바니 5,6호 BOP 수주를 따올 가능성이 높으나, 착공이 2029년임에 따라 해당 매출 추정에서는 반영하지 아니하였다.

엔지니어링제조 부문은 금액적으로 미미하며, 정형화된 고객처가 정해져 있지 않은 바, 합리적인 추정이 불가능하여, 4년 Average Flat 처리하였다. 전기공사 부문의 경우 종속회사인 금화씨앤이가 수행하는 부분으로, 과거 원전 공사에 참여하던 것과는 달리, 현재는 아파트 통신공사 등 일반 전기공사로 잔여 일감을 확보하는 수준으로, 추가수주는 가정하지 않았다. 이에 현재 확보중인 건설계약 수주잔고 약 15.8억 원을 잔여계약 완성기한까지 일할 상각 가정하여 안분하였다.

### 6.3. 금화정수(수처리) 매출추정

**금화정수 매출추정 Table**

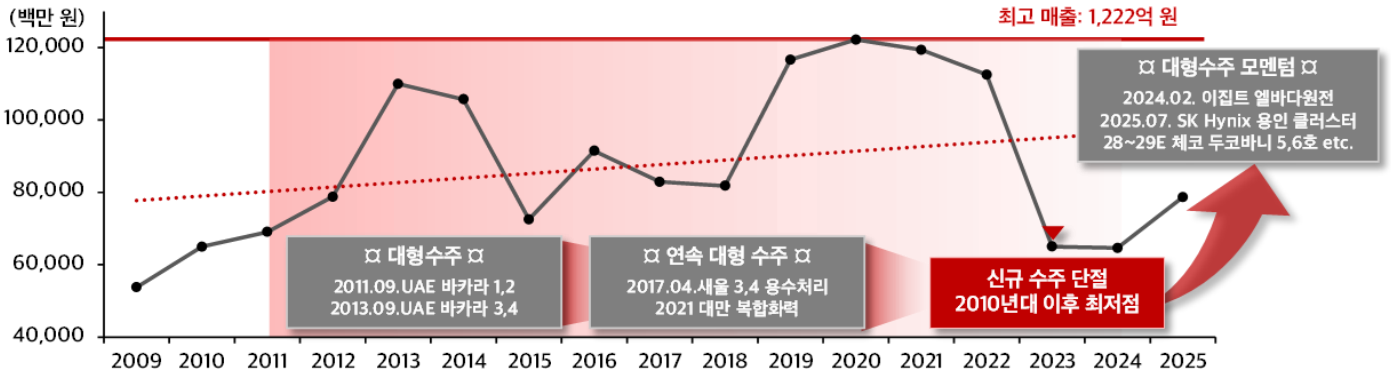
| (단위: 백만 원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **금화정수 매출액** | **-** | **65,016** | **64,623** | **78,685** | **84,225** | **86,734** | **90,361** |
| *YoY(%)* | | | *-0.6%* | *21.8%* | *7.0%* | *2.9%* | *4.2%* |
| **계약에 따른 수익** | | **60,004** | **58,512** | **73,044** | **78,636** | **81,145** | **84,772** |
| 건설계약 | | 45,788 | 47,814 | 61,409 | 69,369 | 71,251 | 74,245 |
| 용역계약 | | 14,216 | 10,699 | 11,635 | 9,267 | 9,894 | 10,528 |
| **시점에 인식하는 수익** | | **5,013** | **6,111** | **5,642** | **5,588** | **5,588** | **5,588** |
| 제품매출 | | 5,013 | 6,111 | 5,642 | 5,588 | 5,588 | 5,588 |

**금화정수 부문은 수익 인식 구조에 따라 계약에 따라 기간에 걸쳐 인식하는 계약 매출과 시점에 인식하는 제품 매출로 분리하여 추정하였다.** 기간 인식 매출은 '기초 수주잔고 + 당기 신규 수주액 – 당기 수익인식액 = 기말 수주잔고'라는 수주잔고 항등식을 활용해, 잔고와 신규 수주가 매출로 전환되는 흐름을 활용하였다. 과거 4년간 기초 수주잔고+당기 신규 수주액의 평균 43.8%가 당기 매출로 인식되었고 변동계수가 0.28로 안정적인 바, 이를 추정 기간에 적용하였다.

**금화정수의 사업 모델은 turnkey 모델이라 건설 신규 수주와 용역 신규 수주가 동행하는 바(양자 신규 수주액간 결정계수 0.96), 건설 신규 수주를 추정하고 용역은 베타 14.5%(과거 비율의 산술평균)로 연동하였다.** 다만 신규 수주 자체는 전방이 원자력, 화력, 열병합, 바이오 팹, 반도체 클러스터로 극히 다변화되어 있고, 수주액, 기간, 조건이 모두 달라 개별 특정이 오히려 편향을 키우는 바, 전방 전체를 포괄하는 글로벌 수처리 시장 연 성장률 6%를 적용하였다. [Appx. 6]

반면 시점에 인식하는 제품 매출(전기탈이온장치 MDI, 한외여과장치 FilONE 등)은 공사 수주액·재고자산회전율·전방 산업 어느 지표와도 뚜렷한 인과관계가 확인되지 않는 바, 특정 driver에 연동하는 것이 부적절하여 최근 매출 수준의 평균 flat으로 추정하였다.

**이렇게 도출한 금화정수 부문 매출은 동사의 장기 전사 매출 추이에 비추면 오히려 보수적이다.** 금화정수의 전사 매출은 2009년 이후 안정적 baseline 위에서 대규모 수주가 쌓이며, 연 800~1,200억 원 선을 유지해 왔다. 현재 SK하이닉스 용인 클러스터 build-out과 팀코리아 원전 파이프라인이 동일한 유형의 모멘텀을 축적하고 있는 바, 본 추정 상 매출은 보수적이며, 향후 신규 모멘텀이 현실화되어도 충분히 설명 가능한 수준이다.



# 6. Valuation - SOTP Method / PBR Method

동사는 2022년 12월 에코비트엔지니어링 지분 100%를 850억원에 인수하고 사명을 금화정수로 변경하였다. 100% 자회사인 금화정수는 기존 동사와 이익체력이 근본적으로 다르므로, 인수전 금화PSC(별도 기준에 기타 자회사를 연결한 금화ETC)와 금화정수를 분리하여 추정하였다.

## 6.1. 매출원가 및 판매비와 관리비 추정

**금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 매출원가 및 판매비와관리비**

| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **금화ETC 매출액** | **272,594** | **275,604** | **344,748** | **389,504** | **372,024** | **393,851** |
| *YoY(%)* | | *1.10%* | *25.09%* | *12.98%* | *-4.49%* | *5.87%* |
| **금화ETC 매출원가** | **218,476** | **229,006** | **290,083** | **316,197** | **310,347** | **324,893** |
| *매출원가율(%)* | *80.15%* | *83.09%* | *84.14%* | *81.18%* | *83.42%* | *82.49%* |
| *GPM(%)* | *19.85%* | *16.91%* | *15.86%* | *18.82%* | *16.58%* | *17.51%* |
| 인건비 | 108,885 | 112,290 | 130,933 | 142,788 | 147,072 | 152,696 |
| *% of 금화ETC 매출* | *39.94%* | *40.74%* | *37.98%* | *36.66%* | *39.53%* | *38.77%* |
| 자재·외주비 | 86,318 | 93,231 | 124,489 | 138,880 | 129,569 | 137,095 |
| *% of 금화ETC 매출* | *31.67%* | *33.83%* | *36.11%* | *35.66%* | *34.83%* | *34.81%* |
| 제품과 재공품의 감소(증가) | (861) | (2,477) | 715 | (1,308) | (1,249) | (1,323) |
| *% of 금화ETC 매출* | *-0.32%* | *-0.90%* | *0.21%* | *-0.34%* | *-0.34%* | *-0.34%* |
| 감가상각비 및 무형자산상각비 | 2,629 | 3,540 | 4,174 | 3,837 | 3,825 | 3,813 |
| *% of 금화ETC 매출* | *0.96%* | *1.28%* | *1.21%* | *0.99%* | *1.03%* | *0.97%* |
| 임차료 | 5,690 | 5,997 | 8,574 | 8,746 | 8,921 | 9,099 |
| *% of 금화ETC 매출* | *2.09%* | *2.18%* | *2.49%* | *2.25%* | *2.40%* | *2.31%* |
| 기타 | 15,815 | 16,425 | 21,197 | 23,253 | 22,210 | 23,513 |
| *% of 금화ETC 매출* | *5.80%* | *5.96%* | *6.15%* | *5.97%* | *5.97%* | *5.97%* |
| **금화ETC 판매비와관리비** | **14,903** | **14,987** | **14,900** | **18,416** | **18,587** | **19,332** |
| *판관비율(%)* | *5.47%* | *5.44%* | *4.32%* | *4.73%* | *5.00%* | *4.91%* |
| *OPM(%)* | *14.39%* | *11.47%* | *11.53%* | *14.09%* | *11.58%* | *12.60%* |
| 인건비 | 10,138 | 10,477 | 10,276 | 12,602 | 12,980 | 13,476 |
| *% of 금화ETC 매출* | *3.72%* | *3.80%* | *2.98%* | *3.24%* | *3.49%* | *3.42%* |
| 감가상각비 및 무형자산상각비 | 1,063 | 1,252 | 1,383 | 1,296 | 1,292 | 1,288 |
| *% of 금화ETC 매출* | *0.39%* | *0.45%* | *0.40%* | *0.33%* | *0.35%* | *0.33%* |
| 기타 | 3,702 | 3,257 | 3,241 | 4,518 | 4,315 | 4,568 |
| *% of 금화ETC 매출* | *1.36%* | *1.18%* | *0.94%* | *1.16%* | *1.16%* | *1.16%* |

**금화정수 추정 매출원가 및 판매비와관리비**

| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **금화정수 매출액** | **65,016** | **64,623** | **78,685** | **84,225** | **86,734** | **90,361** |
| *YoY(%)* | | *-0.60%* | *21.76%* | *7.04%* | *2.98%* | *4.18%* |
| **금화정수 매출원가** | **55,450** | **55,320** | **69,978** | **73,494** | **76,090** | **79,193** |
| *매출원가율(%)* | *85.29%* | *85.60%* | *88.93%* | *87.26%* | *87.73%* | *87.64%* |
| *GPM(%)* | *14.71%* | *14.40%* | *11.07%* | *12.74%* | *12.27%* | *12.36%* |
| 인건비 | 12,412 | 14,405 | 15,809 | 16,992 | 17,934 | 18,654 |
| *% of 금화정수 sales* | *19.09%* | *22.29%* | *20.09%* | *20.17%* | *20.68%* | *20.64%* |
| 자재·외주비 | 36,511 | 34,878 | 48,088 | 49,607 | 51,085 | 53,221 |
| *% of 금화정수 sales* | *56.16%* | *53.97%* | *61.11%* | *58.90%* | *58.90%* | *58.90%* |
| 제품과 재공품의 감소(증가) | (108) | 65 | (211) | (94) | (97) | (101) |
| *% of 금화정수 sales* | *-0.17%* | *0.10%* | *-0.27%* | *-0.11%* | *-0.11%* | *-0.11%* |
| 감가상각비 및 무형자산상각비 | 557 | 441 | 482 | 477 | 472 | 468 |
| *% of 금화정수 sales* | *0.86%* | *0.68%* | *0.61%* | *0.57%* | *0.54%* | *0.52%* |
| 임차료 | 1,067 | 1,141 | 1,075 | 1,116 | 1,139 | 1,161 |
| *% of 금화정수 sales* | *1.64%* | *1.77%* | *1.37%* | *1.33%* | *1.31%* | *1.29%* |
| 기타 | 5,011 | 4,390 | 4,736 | 5,396 | 5,557 | 5,789 |
| *% of 금화정수 sales* | *7.71%* | *6.79%* | *6.02%* | *6.41%* | *6.41%* | *6.41%* |
| **금화정수 판매비와관리비** | **5,322** | **4,716** | **4,671** | **5,086** | **5,049** | **5,000** |
| *판관비율(%)* | *8.19%* | *7.30%* | *5.94%* | *6.04%* | *5.82%* | *5.53%* |
| *OPM(%)* | *6.53%* | *7.10%* | *5.13%* | *6.70%* | *6.45%* | *6.83%* |
| 인건비 | 2,661 | 2,535 | 2,416 | 2,317 | 2,217 | 2,073 |
| *% of 금화정수 sales* | *4.09%* | *3.92%* | *3.07%* | *2.75%* | *2.56%* | *2.29%* |
| 감가상각비 및 무형자산상각비 | 596 | 443 | 402 | 460 | 456 | 451 |
| *% of 금화정수 sales* | *0.92%* | *0.69%* | *0.51%* | *0.55%* | *0.53%* | *0.50%* |
| 기타 | 2,066 | 1,738 | 1,853 | 2,308 | 2,377 | 2,476 |
| *% of 금화정수 sales* | *3.18%* | *2.69%* | *2.36%* | *2.74%* | *2.74%* | *2.74%* |

매출원가와 판매비와 관리비의 경우, 금액적 중요성과 부문별 매출비중에 따른 OPM변동, 영업레버리지 가능성을 종합적으로 고려하여 ① 인건비, ② 자재·외주비, ③ 감가상각비 및 무형자산상각비, ④ 기타로 나누어 추정하였다.

### ① 인건비

**금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 인건비**

| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **인건비** | **119,024** | **122,767** | **141,209** | **155,390** | **160,052** | **166,172** |
| 직원당 인건비 | 105 | 105 | 121 | 124 | 128 | 132 |
| 직원당 인건비 증가율 | | *-0.20%* | *15.02%* | *3.00%* | *3.00%* | *3.00%* |
| 직원수 | 1132 | 1170 | 1170 | 1250 | 1250 | 1260 |
| 직원수 증가율 | | *3.36%* | *0.00%* | *6.84%* | *0.00%* | *0.80%* |
| 매출원가 반영분 | 108,885 | 112,290 | 130,933 | 142,788 | 147,072 | 152,696 |
| 판매비와관리비 반영분 | 10,138 | 10,477 | 10,276 | 12,602 | 12,980 | 13,476 |
| *매출원가 비중 (%)* | *91.48%* | *91.47%* | *92.72%* | *91.89%* | *91.89%* | *91.89%* |

**금화정수 추정 인건비**

| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **인건비** | **15,073** | **16,940** | **18,225** | **19,309** | **20,150** | **20,727** |
| 직원당 인건비 | 86 | 89 | 91 | 94 | 96 | 99 |
| 직원당 인건비 증가율 | | *3.51%* | *2.21%* | *2.86%* | *2.86%* | *2.86%* |
| 직원수 | 175 | 190 | 200 | 206 | 209 | 209 |
| 직원수 증가율 | | *8.57%* | *5.26%* | *3.00%* | *1.46%* | *0.00%* |
| 매출원가 반영분 | 12,412 | 14,405 | 15,809 | 16,992 | 17,934 | 18,654 |
| 판매비와관리비 반영분 | 2,661 | 2,535 | 2,416 | 2,317 | 2,217 | 2,073 |
| *매출원가 비중 (%)* | *82.35%* | *85.04%* | *86.74%* | *88.00%* | *89.00%* | *90.00%* |

인건비는 직원수와 직원당 인건비의 곱으로 추정했다. 금화ETC의 경우 직원당 인건비 증가율을 3.00%로 가정했고, 정비 및 건설 증가에 따른 직원수 증분을 단계적 반영했다. 금화정수는 직원당 인건비 증가율 2.86%에, 샤힌 프로젝트에 인한 추가고용을 고려해 직원수에 반영했다.

### ② 자재·외주비

**금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 자재·외주비**

| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **자재·외주비** | **86,318** | **93,231** | **124,489** | **138,880** | **129,569** | **137,095** |
| 경상정비 매출 | 236,010 | 253,310 | 307,663 | 299,798 | 327,015 | 349,210 |
| 플랜트 건설 매출 | 25,260 | 15,240 | 31,270 | 83,891 | 39,194 | 38,825 |
| 추정치 | 92,243 | 94,031 | 119,554 | 138,880 | 129,569 | 137,095 |
| *오차율 (%)* | *6.87%* | *0.86%* | *-3.96%* | | | |

**금화정수 추정 자재·외주비**

| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **자재·외주비** | **36,511** | **34,878** | **48,088** | **49,607** | **51,085** | **53,221** |
| 국내매출 | 22,951 | 27,447 | 62,061 | 54,493 | 56,116 | 58,463 |
| 해외 매출 | 42,065 | 37,176 | 16,624 | 29,732 | 30,617 | 31,898 |
| 추정치 | 35,568 | 36,014 | 47,934 | 49,607 | 51,085 | 53,221 |
| *오차율 (%)* | *-2.58%* | *3.26%* | *-0.32%* | | | |

금화ETC의 자재·외주비는 대부분 경상정비와 플랜트건설에서 발생한다. 이에 자재·외주비(z)를 경상정비 매출(x)과 플랜트건설 매출(y)에 대해 다중선형회귀분석(z=Ax+By)한 결과 A=0.346, B=0.419가 도출되었으며($R^2$=0.99), 이를 기반으로 한 추정치를 예상치로 적용하였다. 금화정수의 자재·외주비는 과거 매출이 국내/해외로 분리되어 있으나 추정 논리상 상세 Breakdown이 불가능하고 합리적 추정 방식도 부재하기에 Avg. % of Sales flat을 적용하였다.

### ③ 감가상각비

**금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 감가상각 및 무형자산상각 배분**

| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **감가상각 및 무형자산상각** | **3,605** | **4,705** | **5,486** | **5,133** | **5,117** | **5,101** |
| 유형자산 감가상각비 | 1,708 | 2,202 | 2,375 | 2,327 | 2,310 | 2,294 |
| 사용권자산 감가상각비 | 1,504 | 2,071 | 2,674 | 2,372 | 2,372 | 2,372 |
| 무형자산상각비 | 393 | 432 | 437 | 434 | 434 | 434 |
| 매출원가 반영분 | 2,629 | 3,540 | 4,174 | 3,837 | 3,825 | 3,813 |
| 판매비와관리비 반영분 | 1,063 | 1,252 | 1,383 | 1,296 | 1,292 | 1,288 |
| *매출원가 비중 (%)* | *72.92%* | *75.25%* | *76.09%* | *74.75%* | *74.75%* | *74.75%* |

**금화정수 추정 감가상각 및 무형자산상각 배분**

| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **감가상각 및 무형자산상각** | **1,153** | **884** | **883** | **937** | **928** | **919** |
| 유형자산 감가상각비 | 598 | 611 | 578 | 648 | 639 | 630 |
| 사용권자산 감가상각비 | 510 | 145 | 188 | 167 | 167 | 167 |
| 무형자산상각비 | 45 | 128 | 117 | 122 | 122 | 122 |
| 매출원가 반영분 | 557 | 441 | 482 | 477 | 472 | 468 |
| 판매비와관리비 반영분 | 596 | 443 | 402 | 460 | 456 | 451 |
| *매출원가 비중 (%)* | *48.29%* | *49.89%* | *54.53%* | *50.90%* | *50.90%* | *50.90%* |

감가상각비는 매출액 대비 1~2% 수준에 불과해 정밀 추정 실익이 크지 않다. 또한 금화ETC·금화정수 모두 주요 유형자산 CapEx를 2024년에 완료해 2025년부터는 유지보수성 CapEx만 인식된다. 이에 유형자산 감가상각비는 기초 유형자산에 역사적 평균 감가율(약 3.6%)을 적용했고, 사용권자산 감가상각비와 무형자산상각비는 중요성이 낮아 역사적 평균값으로 반영했다. 매출원가·판관비 배분도 과거 안분비율 평균을 적용했다.

금화ETC 및 금화정수 유형자산, 무형자산, 사용권자산(리스) 추정은 [Appx. 7] 참고.

### ④ 기타

임차료는 고정비 성격을 반영 연 2% 성장, 기타 비용은 % of sales flat으로 추정하였다.

## 6.2. 연결손익계산서 추정

### ① 금융손익

**금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 금융손익**

| (단위 : 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **금융손익** | **2,238** | **7,573** | **3,629** | **3,859** | **6,255** | **7,812** |
| **이자비용** | **4,457** | **1,438** | **1,380** | **1,150** | **1,143** | **1,147** |
| 단기차입금 이자 | 667 | 587 | 379 | 380 | 373 | 377 |
| 단기차입금 | 11,801 | 11,497 | 7,069 | 7,069 | 7,069 | 7,069 |
| *단기차입금 유효이자율 (%)* | *5.65%* | *5.10%* | *5.36%* | *5.37%* | *5.28%* | *5.33%* |
| 장기차입금 이자 | 3,790 | 851 | 1,001 | 770 | 770 | 770 |
| 장기차입금 | 21,058 | 8,512 | 7,703 | 7,703 | 7,703 | 7,703 |
| *단기차입금 유효이자율 (%)* | *18.00%* | *10.00%* | *13.00%* | *10.00%* | *10.00%* | *10.00%* |
| **이자수익** | **6,695** | **9,011** | **5,009** | **5,009** | **7,398** | **8,959** |
| 현금및금융자산 (추정은 전기말) | 85,144 | 121,879 | 99,805 | 99,805 | 147,400 | 178,507 |
| *유효이자율(%)* | *7.86%* | *7.39%* | *5.02%* | *5.02%* | *5.02%* | *5.02%* |

**금화정수 추정 금융손익**

| (단위 : 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **금융손익** | **1,122** | **2,035** | **1,102** | **1,326** | **1,465** | **1,683** |
| **이자비용** | **327** | **353** | **292** | **292** | **292** | **292** |
| 단기차입금 이자 | 327 | | - | - | - | - |
| 단기차입금 | 12,000 | 5,000 | - | - | - | - |
| *단기차입금 유효이자율 (%)* | *2.72%* | | | | | |
| 장기차입금 이자 | | | 292 | 292 | 292 | 292 |
| 장기차입금 | - | 6,426 | 6,426 | 6,426 | 6,426 | 6,426 |
| *단기차입금 유효이자율 (%)* | | | *4.54%* | *4.54%* | *4.54%* | *4.54%* |
| **이자수익** | **1,448** | **2,388** | **1,394** | **1,618** | **1,757** | **1,975** |
| 현금및금융자산 (추정은 전기말) | 36,755 | 50,330 | 39,845 | 39,845 | 43,261 | 48,621 |
| *유효이자율(%)* | *3.94%* | *4.74%* | *3.50%* | *4.06%* | *4.06%* | *4.06%* |

금융손익은 금화ETC와 금화정수로 구분해 추정했다. 이자수익은 기초(전기말) 현금및금융자산에 직전연도 유효이자율(금화ETC 5.02%, 금화정수 4.06%)을 적용했다. 이자비용은 차입금 잔액에 단기·장기 유효이자율을 적용했고, 차입금은 신규 차입 없이 flat 가정했다.

### ② 지분법손익 및 기타손익

합리적인 추정이 불가능하기에, 역사적 Avg.로 flat 가정하였다.

### ③ 법인세비용

**금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 법인세비용**

| (단위 : 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 법인세차감전순이익 | 42,244 | 41,833 | 36,068 | 57,454 | 48,049 | 56,142 |
| **법인세비용** | **9,628** | **7,851** | **8,787** | **12,640** | **10,571** | **12,351** |
| *유효법인세율(%)* | *22.79%* | *18.77%* | *24.36%* | *22.00%* | *22.00%* | *22.00%* |

**금화정수 추정 법인세비용**

| (단위 : 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 법인세차감전순이익 | 6,321 | 7,796 | 4,676 | 7,527 | 7,616 | 8,407 |
| **법인세비용** | **937** | **1,739** | **1,365** | **1,656** | **1,676** | **1,849** |
| *유효법인세율(%)* | *14.82%* | *22.31%* | *29.20%* | *22.00%* | *22.00%* | *22.00%* |

법인세비용은 계산된 법인세차감전순이익에서 유효법인세율이 과표상 값이 22%에 근접하게 나옴을 고려 22%로 flat처리하였다.

금화ETC 및 금화정수의 추정 손익계산서는 다음과 같다.

**금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 손익계산서**

| (단위 : 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 272,594 | 275,604 | 344,748 | 389,504 | 372,024 | 393,851 |
| YoY(%) | | 1.10% | 25.09% | 12.98% | -4.49% | 5.87% |
| 매출원가 | 218,476 | 229,006 | 290,083 | 316,197 | 310,347 | 324,893 |
| 매출총이익 | 54,118 | 46,598 | 54,665 | 73,307 | 61,677 | 68,958 |
| GPM(%) | 19.85% | 16.91% | 15.86% | 18.82% | 16.58% | 17.51% |
| 판매비와관리비 | 14,903 | 14,987 | 14,900 | 18,416 | 18,587 | 19,332 |
| 영업이익 | 39,215 | 31,612 | 39,766 | 54,891 | 43,090 | 49,626 |
| OPM(%) | 14.39% | 11.47% | 11.53% | 14.09% | 11.58% | 12.60% |
| 금융손익 | 2,238 | 7,573 | 3,629 | 3,859 | 6,255 | 7,812 |
| 지분법손익 | 310 | 1,745 | (5,254) | (1,066) | (1,066) | (1,066) |
| 기타손익 | 481 | 903 | (2,073) | (230) | (230) | (230) |
| 법인세차감전순이익 | 42,244 | 41,833 | 36,068 | 57,454 | 48,049 | 56,142 |
| 법인세비용 | 9,628 | 7,851 | 8,787 | 12,640 | 10,571 | 12,351 |
| 당기순이익 | 32,617 | 33,982 | 27,281 | 44,815 | 37,478 | 43,791 |
| NPM(%) | 11.97% | 12.33% | 7.91% | 11.51% | 10.07% | 11.12% |

**금화정수 추정 손익계산서**

| (단위 : 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 65,016 | 64,623 | 78,685 | 84,225 | 86,734 | 90,361 |
| YoY(%) | | -0.60% | 21.76% | 7.04% | 2.98% | 4.18% |
| 매출원가 | 55,450 | 55,320 | 69,978 | 73,494 | 76,090 | 79,193 |
| 매출총이익 | 9,566 | 9,302 | 8,707 | 10,730 | 10,644 | 11,168 |
| GPM(%) | 14.71% | 14.40% | 11.07% | 12.74% | 12.27% | 12.36% |
| 판매비와관리비 | 5,322 | 4,716 | 4,671 | 5,086 | 5,049 | 5,000 |
| 영업이익 | 4,243 | 4,587 | 4,036 | 5,645 | 5,595 | 6,168 |
| OPM(%) | 6.53% | 7.10% | 5.13% | 6.70% | 6.45% | 6.83% |
| 금융손익 | 1,122 | 2,035 | 1,102 | 1,326 | 1,465 | 1,683 |
| 지분법손익 | - | - | - | - | - | - |
| 기타손익 | 956 | 1,175 | (462) | 556 | 556 | 556 |
| 법인세차감전순이익 | 6,321 | 7,796 | 4,676 | 7,527 | 7,616 | 8,407 |
| 법인세비용 | 937 | 1,739 | 1,365 | 1,656 | 1,676 | 1,849 |
| 당기순이익 | 5,385 | 6,057 | 3,311 | 5,871 | 5,941 | 6,557 |
| NPM(%) | 8.28% | 9.37% | 4.21% | 6.97% | 6.85% | 7.26% |

금화ETC와 금화정수를 연결한 동사의 추정 연결손익계산서는 다음과 같다.

**금화PCS(연결) 추정 손익계산서**

| (단위 : 백만원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 1Q26 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 248,348 | 337,610 | 340,227 | 423,434 | 84,919 | 473,729 | 458,758 | 484,212 |
| YoY(%) | 4.02% | 35.94% | 0.78% | 24.46% | -2.36% | 11.88% | -3.16% | 5.55% |
| 매출원가 | 207,561 | 273,926 | 284,326 | 360,061 | 77,527 | 389,691 | 386,437 | 404,085 |
| 매출총이익 | 40,787 | 63,684 | 55,901 | 63,373 | 7,392 | 84,037 | 72,321 | 80,126 |
| GPM(%) | 16.42% | 18.86% | 16.43% | 14.97% | 8.70% | 17.74% | 15.76% | 16.55% |
| 판매비와관리비 | 12,887 | 20,226 | 19,703 | 19,571 | 6,107 | 23,501 | 23,636 | 24,332 |
| 영업이익 | 27,900 | 43,458 | 36,198 | 43,801 | 1,284 | 60,536 | 48,685 | 55,794 |
| OPM(%) | 11.23% | 12.87% | 10.64% | 10.34% | 1.51% | 12.78% | 10.61% | 11.52% |
| 금융손익 | 3,804 | 3,360 | 9,608 | 4,731 | 2,460 | 5,185 | 7,720 | 9,494 |
| 지분법손익 | (845) | 310 | 1,745 | (5,254) | (315) | (1,066) | (1,066) | (1,066) |
| 기타손익 | 5,061 | 1,438 | 2,077 | (2,535) | 587 | 327 | 327 | 327 |
| 법인세차감전순이익 | 35,920 | 48,566 | 49,629 | 40,744 | 4,016 | 64,982 | 55,665 | 64,549 |
| 법인세비용 | 3,635 | 10,564 | 9,590 | 10,152 | 1,092 | 14,296 | 12,246 | 14,201 |
| 당기순이익 | 32,285 | 38,001 | 40,039 | 30,592 | 2,925 | 50,686 | 43,418 | 50,348 |
| NPM(%) | 13.00% | 11.26% | 11.77% | 7.22% | 3.44% | 10.70% | 9.46% | 10.40% |

추정 재무상태표 및 현금흐름표는 [Appx. 1,3] 참고.

### 6.3. Valuation

[Case 분리] 동사 Valuation은 유예기간 중 증여를 진행하지 않는 Case 1 (시나리오 2)와 유예기간 중 증여를 진행하는 Case 2 (시나리오 1)로 나누어 추정한다. Case 1의 경우는 배당성향이 일정하게 유지된다고 가정하고 (현재 배당성향 25% 유지), Case 2의 경우는 PBR이 높아지기 위해 배당성향이 높아지게 가정한다. (현재 배당성향 25%에서 28년에 43%까지 증가)

[이중 Valuation] 본서는 이익 관점의 SOTP와 배당 관점의 PBR 밸류를 병행한다. 주가분석에서 확인했듯 동사는 원전 본업과의 연관성과 고배당주라는 두 시각으로 볼 수 있기 때문이다. 이익 관점(SOTP)은 영업가치를 EV/EBITDA로 평가하되 갇힌 현금을 별도 할인해 현재의 본질가치를 포착하고, 배당 관점(PBR)은 그 현금이 배당 등 주주환원으로 풀려날 때의 가치를 포착한다.

#### 6.3.1. 이익 관점 Valuation - SOTP Method

**(1) Why not PER/PBR Method**

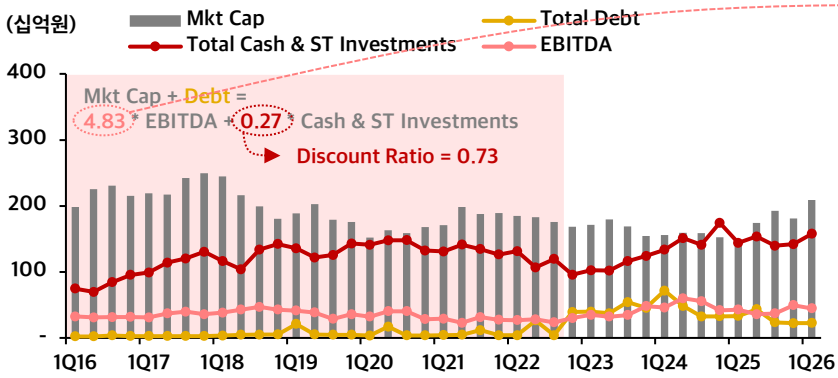
현금이 많은 기업의 가치는 영업가치와 비영업가치(현금)로 나뉜다. 현금이 경영활동에 적정한 수준이면 단일 멀티플로 평가해도 무방하나, 동사는 현금이 과도해 영업가치를 희석한다. PER은 분모인 순이익에 현금 이자수익이 섞여 사업과 무관한 수익에까지 사업 멀티플을 부여하고, 시총 기준이라 현금 보유량 차이를 설명하지 못한다. PBR은 현금을 장부가 그대로 100% 인정해 영업가치의 정도를 분리해낼 수 없다.

### (2) Why SOTP + EV/EBITDA

SOTP를 활용해야 가치를 성격별로 쪼개 각각에 맞는 밸류 및 디스카운트를 적용할 수 있다. 각각의 영업가치를 EV/EBITDA로 평가하면 현금·자본구조에 오염되지 않은 순수 영업가치만 산출되고, 여기에 비영업자산(현금)을 더하고 총차입금을 차감해 시총을 구한다.

**동사의 현금에는 별도의 Discount를 적용한다.** 통상 SOTP는 현금을 100% 가산하지만, 동사는 현금 규모가 과도하게 커 시총에서 차감 시 EV가 비현실적으로 작게 산출되고, 주주환원도 미미해 보유 현금의 신뢰도가 낮다. 따라서 동사의 현금은 액면 그대로 인정하기 어렵다.

### (3) Target EV/EBITDA 및 할인율




| 금화 ETC Target EV/EBITDA | |
|---|---|
| Target EV/EBITDA | 4.83x |
| Comps (Trading) | |
| 수산인더스트리 EV/EBITDA | 2.7x |
| 일진파워 EV/EBITDA | 6.4x |

| 금화정수 Target EV/EBITDA | |
|---|---|
| Target EV/EBITDA | 7.00x |
| Comps (Trading & Transaction) | |
| Entry EV/EBITDA | ~12.5x |
| 한전KPS EV/EBITDA | 8.0x |

SOTP 밸류에이션에서 영업가치와 비영업가치(현금 포함)의 합에서 총차입금을 차감하면 시가총액이 된다. 동사의 상황에서 비영업가치가 현금이 대부분임을 생각하면 다음 관계가 성립한다.

*시총 + 총차입금 = 영업가치 + 비영업가치 = EV/EBITDA × EBITDA + Cash × (1 − Discount)*

이 식을 금화정수 인수 이전의 금화PSC, 즉 본업(금화ETC)에 대해 다중선형회귀로 분석한 결과, 과거 **금화ETC의 EV/EBITDA는 4.83x, 현금에 대한 Discount Ratio는 73%로 계산**된다.

**금화ETC의 Target EV/EBITDA는 회귀로 도출한 historical 수치인 4.83x를 그대로 적용한다.** 피어인 수산인더스트리가 2.7x, 일진파워가 6.4x에 거래되고 있어, 4.83x는 양사의 중간값에 근접하는 합리적 수준으로 판단된다. **금화정수의 Target EV/EBITDA는 7.0x를 적용한다.** 국영기업인 한전KPS가 8x에 거래되는 점을 고려하면 일정 수준의 할인이 필요하며, 인수 당시 entry 멀티플이 12x였던 점을 감안해 takeover 프리미엄을 제거한 7.0x를 적정 수준으로 설정했다.

### (4) Valuation - SOTP Method

**Valuation (Case 1) - SOTP Method**

| (단위 : 백만원, 백만주) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (A) 영업가치 | | | | | | |
| 금화ETC Enterprise Value | 206,707 | 175,312 | 218,444 | 289,758 | 232,709 | 264,184 |
| 금화ETC EBITDA | 42,820 | 36,317 | 45,252 | 60,025 | 48,207 | 54,727 |
| 금화ETC EV/EBITDA | 4.83x | 4.83x | 4.83x | 4.83x | 4.83x | 4.83x |
| 금화정수 Enterprise Value | 37,773 | 38,296 | 34,434 | 46,076 | 45,660 | 49,606 |
| 금화정수 EBITDA | 5,396 | 5,471 | 4,919 | 6,582 | 6,523 | 7,087 |
| 금화정수 EV/EBITDA | 7.00x | 7.00x | 7.00x | 7.00x | 7.00x | 7.00x |
| 할인 전 금화PSC EV | 244,480 | 213,608 | 252,878 | 335,834 | 278,369 | 313,790 |
| 할인율 | *32.06%* | *35.99%* | *35.16%* | *34.40%* | *34.40%* | *34.40%* |
| **금화PSC 영업가치 합계** | **166,108** | **136,739** | **163,964** | **220,303** | **182,607** | **205,842** |
| (B) 비영업가치 및 현금 | | | | | | |
| 현금 및 금융자산 장부가 | 121,899 | 172,209 | 139,650 | 187,620 | 218,802 | 245,312 |
| 할인율 | *72.61%* | *72.61%* | *72.61%* | *60.00%* | *30.00%* | *0.00%* |
| 현금 및 금융자산 평가가치 | 33,385 | 47,163 | 38,246 | 75,048 | 153,161 | 245,312 |
| **금화PSC 비영업가치 합계** | **33,385** | **47,163** | **38,246** | **75,048** | **153,161** | **245,312** |
| (C) 총차입금 | | | | | | |
| **총차입금** | **44,859** | **31,435** | **21,198** | **21,198** | **21,198** | **21,198** |
| (D) Equity Value (=A+B-C) | | | | | | |
| **금화PSC Equity Value** | **154,633** | **152,468** | **181,012** | **274,154** | **314,570** | **429,957** |
| 주식수 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| **목표주가 (원)** | **25,750** | **25,400** | **30,150** | **45,700** | **52,450** | **71,650** |

**Valuation (Case 2) - SOTP Method**

| (단위 : 백만원, 백만주) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (A) 영업가치 | | | | | | |
| 금화ETC Enterprise Value | 206,707 | 175,312 | 218,444 | 289,758 | 232,709 | 264,184 |
| 금화ETC EBITDA | 42,820 | 36,317 | 45,252 | 60,025 | 48,207 | 54,727 |
| 금화ETC EV/EBITDA | 4.83x | 4.83x | 4.83x | 4.83x | 4.83x | 4.83x |
| 금화정수 Enterprise Value | 37,773 | 38,296 | 34,434 | 46,076 | 45,660 | 49,606 |
| 금화정수 EBITDA | 5,396 | 5,471 | 4,919 | 6,582 | 6,523 | 7,087 |
| 금화정수 EV/EBITDA | 7.00x | 7.00x | 7.00x | 7.00x | 7.00x | 7.00x |
| 할인 전 금화PSC EV | 244,480 | 213,608 | 252,878 | 335,834 | 278,369 | 313,790 |
| 할인율 | *32.06%* | *35.99%* | *35.16%* | *34.40%* | *34.40%* | *34.40%* |
| **금화PSC 영업가치 합계** | **166,108** | **136,739** | **163,964** | **220,303** | **182,607** | **205,842** |
| (B) 비영업가치 및 현금 | | | | | | |
| 현금 및 금융자산 장부가 | 121,899 | 172,209 | 139,650 | 190,661 | 227,128 | 262,887 |
| 할인율 | *72.61%* | *72.61%* | *72.61%* | *72.61%* | *72.61%* | *72.61%* |
| 현금 및 금융자산 평가가치 | 33,385 | 47,163 | 38,246 | 52,217 | 62,204 | 71,998 |
| **금화PSC 비영업가치 합계** | **33,385** | **47,163** | **38,246** | **52,217** | **62,204** | **71,998** |
| (C) 총차입금 | | | | | | |
| **총차입금** | **44,859** | **31,435** | **21,198** | **21,198** | **21,198** | **21,198** |
| (D) Equity Value (=A+B-C) | | | | | | |
| **금화PSC Equity Value** | **154,633** | **152,468** | **181,012** | **251,323** | **223,613** | **256,642** |
| 주식수 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| **목표주가 (원)** | **25,750** | **25,400** | **30,150** | **41,900** | **37,250** | **42,750** |

Target EV/EBITDA와 할인율을 활용해 과거 영업가치의 내재 할인율을 역산한 결과, 약 34.4%가 할인되고 있음을 확인했다. 두 케이스 모두 영업가치 할인율은 34.4%로 유지된다고 가정한다. 현금 할인율의 경우, Case 2는 배당성향을 현 수준으로 유지하므로 할인이 축소될 유인이 없다(72.61% 고정). 반면 Case 1은 배당성향 확대 시 시장이 보유 현금을 배당 재원으로 인식해 할인을 줄여나갈 것으로 보고, 현금 할인율이 점차 0%까지 해소되는 시나리오를 가정했다.

### 6.3.2. 배당 관점 Valuation - PBR Method

배당 관점에서, PBR = PDR × ROE × 배당성향으로 계산할 수 있다. Target PBR을 계산하기 위해 Target PDR, ROE, 배당성향을 이용한다.

**(1) 배당성향**

유예기간 중 증여를 통해 연부연납을 하는 경우 (Case 2) 배당성향을 일정하게 유지할 것으로 예상, 26~28년 배당성향을 모두 25%로 가정한다. 추후 증여를 위해 PBR>0.8로 올리는 경우 (Case 1) PDR~20x, ROE~10% 수준임을 고려, 배당성향을 43%까지 점진적으로 올린다 가정한다.

**(2) ROE**

배당성향이 정해지고 이로 인해 배당액이 결정되어 재무상태표에 반영되면 ROE는 자동으로 계산되게 된다. 10% 수준으로 계산되었다.

**(3) Target PDR**

동사는 PDR을 약 20x(배당수익률 5%) 받는다. 배당성향을 유지하는 Case 2는 배당수익률 변화 요인이 없기에 20x로 고정한다. 배당성향을 확대하는 Case 1은 초기 일시적 배당이라는 의구심에 18x로 하락했다가, 고배당 지속 시 20x까지 회복되는 경로를 가정했다. 밸류업 기업들이 40~50% 배당성향에 5%대 배당수익률(20x)로 거래되는 점에서 20x 가정은 합리적이다.

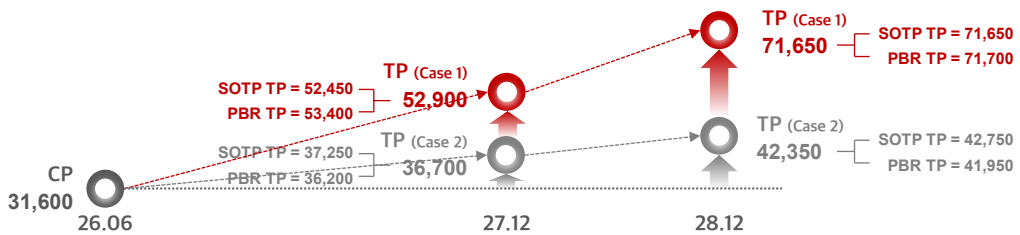
**(4) Valuation - PBR Method**

| Valuation (Case 1) - PBR Method | | | |
|---|---|---|---|
| (단위 : 백만원) | 2026E | 2027E | 2028E |
| Target PDR | 18.0x | 20.0x | 20.0x |
| ROE | 12.1% | 9.7% | 10.5% |
| 배당성향 | 31.0% | 37.0% | 43.0% |
| **Target PBR** | **0.67x** | **0.72x** | **0.90x** |
| Book Value | 420,131 | 447,410 | 475,922 |
| Target Market Cap. | 282,827 | 320,416 | 430,188 |
| # of Stocks | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| **Target Price** | **47,150** | **53,400** | **71,700** |

| Valuation (Case 2) - PBR Method | | | |
|---|---|---|---|
| (단위 : 백만원) | 2026E | 2027E | 2028E |
| Target PDR | 20.0x | 20.0x | 20.0x |
| ROE | 12.0% | 9.5% | 10.2% |
| 배당성향 | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| **Target PBR** | **0.60x** | **0.48x** | **0.51x** |
| Book Value | 423,172 | 455,736 | 493,497 |
| Target Market Cap. | 253,430 | 217,092 | 251,739 |
| # of Stocks | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| **Target Price** | **42,250** | **36,200** | **41,950** |

세 수치의 곱으로 산출한 PBR값에 Book Value를 곱해 Target Price를 계산한다.

### 6.3.3. Final Valuation




목표주가는 Case 1(배당성향 확대) 27년말 52,900원, Case 2(현 배당 유지) 36,700원으로 산출된다. 동사가 Case 1 경로를 타려면 두 가지 조건이 충족되어야 한다. 첫째 누르기방지법이 통과되어야 하고, 둘째 유예기간 중 증여가 나오지 않아야 한다. 이것이 현실화되면 연부연납 연한과 배당성향 추이를 점검해야 하나, 증여가 무산될 경우 동사는 PBR 정상화를 위한 배당 확대로 Case 1을 따라 주가가 폭발적으로 상승할 것이다.

***상기 논의를 모두 종합해, 목표주가 52,900원, 상승여력 67.4%, 투자 의견 BUY를 제시한다.***

# Appendix

## Appx 1. 추정 재무상태표 및 현금흐름표

**금화PSC(연결) 추정 재무상태표**

| (단위 : 백만원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **407,087** | **430,473** | **461,785** | **490,635** | **531,263** | **562,870** | **604,863** |
| **유동자산** | **212,545** | **232,117** | **259,230** | **297,773** | **339,979** | **373,138** | **416,658** |
| 현금및현금성자산 | 50,454 | 52,641 | 91,871 | 70,830 | 121,841 | 158,307 | 194,066 |
| 단기금융자산 | 154,513 | 69,258 | 80,338 | 68,821 | 68,821 | 68,821 | 68,821 |
| 매출채권 및 기타유동채권 | 5 | 104,214 | 76,127 | 148,382 | 138,145 | 134,840 | 142,078 |
| 재고자산 | 1,587 | 2,891 | 5,293 | 4,863 | 5,466 | 5,489 | 5,732 |
| 기타유동자산 | 5,985 | 3,113 | 5,601 | 4,878 | 5,707 | 5,681 | 5,961 |
| **비유동자산** | **194,542** | **198,356** | **202,555** | **192,862** | **191,283** | **189,732** | **188,205** |
| 유형자산 | 69,620 | 84,954 | 91,268 | 90,474 | 89,640 | 88,832 | 88,049 |
| 무형자산 | 12,678 | 12,949 | 13,246 | 13,063 | 12,967 | 12,871 | 12,774 |
| 사용권자산 | 1,115 | 1,243 | 1,867 | 2,120 | 2,538 | 2,957 | 3,375 |
| 관계기업투자 | 42,812 | 37,496 | 44,379 | 27,618 | 26,552 | 25,486 | 24,420 |
| 장기금융자산 | 20,994 | 23,491 | 19,640 | 18,889 | 18,889 | 18,889 | 18,889 |
| 기타비유동자산 | 47,323 | 38,223 | 32,155 | 40,697 | 40,697 | 40,697 | 40,697 |
| **부채총계** | **104,918** | **100,132** | **100,864** | **105,477** | **108,090** | **107,134** | **111,366** |
| **유동부채** | **61,372** | **71,436** | **76,572** | **81,381** | **83,826** | **82,701** | **86,765** |
| 매입채무 및 기타유동채무 | 8,191 | 3,387 | 20,288 | 29,065 | 21,276 | 21,204 | 22,160 |
| 단기차입금 | 2,747 | 23,801 | 16,497 | 7,069 | 7,069 | 7,069 | 7,069 |
| 유동리스부채 | 539 | 587 | 980 | 693 | 943 | 1,194 | 1,444 |
| 기타유동부채 | 49,895 | 43,661 | 38,807 | 44,553 | 54,537 | 53,234 | 56,091 |
| **비유동부채** | **43,546** | **28,697** | **24,291** | **24,096** | **24,265** | **24,433** | **24,601** |
| 장기차입금 | 35,856 | 21,058 | 14,938 | 14,129 | 14,129 | 14,129 | 14,129 |
| 비유동리스부채 | 234 | 193 | 360 | 466 | 635 | 803 | 971 |
| 기타비유동부채 | 7,456 | 7,446 | 8,993 | 9,501 | 9,501 | 9,501 | 9,501 |
| **자본총계** | **302,169** | **330,340** | **360,921** | **385,158** | **423,172** | **455,736** | **493,497** |
| **지배기업 소유주귀속 자본** | **301,665** | **330,331** | **360,912** | **385,149** | **423,163** | **455,727** | **493,488** |
| 자본금 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| 자본잉여금 | 6,535 | 6,535 | 6,535 | 6,535 | 6,535 | 6,535 | 6,535 |
| 기타자본구성요소 | (3,298) | (2,229) | (2,363) | (1,851) | (1,851) | (1,851) | (1,851) |
| 이익잉여금 | 295,427 | 323,025 | 353,739 | 377,464 | 415,479 | 448,043 | 485,803 |
| **비지배지분** | **504** | **9** | **9** | **9** | **9** | **9** | **9** |

**금화PSC(연결) 추정 현금흐름표**

| (단위 : 백만원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **8,939** | **40,169** | **74,603** | **(24,657)** | **68,823** | **52,461** | **53,486** |
| 당기순이익 | 32,285 | 38,001 | 40,039 | 30,592 | 50,686 | 43,418 | 50,348 |
| 비현금성비용 가산 | 4,982 | 17,920 | 10,286 | 29,303 | 22,875 | 20,792 | 22,726 |
| 감가상각·상각비 | | | | | 6,071 | 6,045 | 6,019 |
| 이자법인세비용 재분류 | | | | | 15,738 | 13,681 | 15,640 |
| 운전자본 변동 | (20,382) | (1,649) | 30,969 | (73,353) | 11,000 | 1,932 | (3,947) |
| 이자·법인세 실제지급 | (7,946) | (14,104) | (6,691) | (11,199) | (15,738) | (13,681) | (15,640) |
| 재분류조정 및 기타 | - | - | - | - | - | - | - |
| **투자활동현금흐름** | **(15,628)** | **(35,210)** | **(12,746)** | **24,321** | **(2,601)** | **(2,601)** | **(2,601)** |
| 유형자산의 취득 (Capex) | (10,877) | (20,971) | (10,109) | (2,209) | (2,141) | (2,141) | (2,141) |
| 무형자산의 취득 (Capex) | (47) | (1,218) | (855) | (371) | (460) | (460) | (460) |
| 단기금융자산의 증감 | 38,311 | (24,432) | (10,901) | 12,739 | - | - | - |
| 장기금융자산의 증감 | - | - | - | - | - | - | - |
| 재분류조정 및 기타 | (43,015) | 11,412 | 9,119 | 14,161 | - | - | - |
| **재무활동현금흐름** | **26,676** | **(2,715)** | **(22,587)** | **(20,668)** | **(15,211)** | **(13,394)** | **(15,126)** |
| 단기차입금의 증감 | - | - | - | - | - | - | - |
| 장기차입금의 증감 | 35,000 | 24,435 | 29,626 | 5,810 | - | - | - |
| 리스부채의 변동 | (293) | (1,304) | (1,491) | (2,057) | (2,539) | (2,539) | (2,539) |
| 배당금의 지급 | (7,678) | (7,678) | (7,678) | (8,268) | (12,671) | (10,855) | (12,587) |
| 자사주 매입·소각 | - | - | - | - | - | - | - |
| 재분류조정 및 기타 | (353) | (18,168) | (43,044) | (16,153) | - | - | - |
| 현금및현금성자산의 증감 | 19,986 | 2,244 | 39,270 | (21,004) | 51,011 | 36,467 | 35,759 |
| 기초현금및현금성자산 | 30,584 | 50,454 | 52,641 | 91,871 | 70,830 | 121,841 | 158,307 |
| 환율변동효과 | (116) | (58) | (40) | (37) | - | - | - |
| **기말현금및현금성자산** | **50,454** | **52,641** | **91,871** | **70,830** | **121,841** | **158,307** | **194,066** |

## Appx 2. 금화ETC 및 금화정수 추정 재무상태표 및 현금흐름표

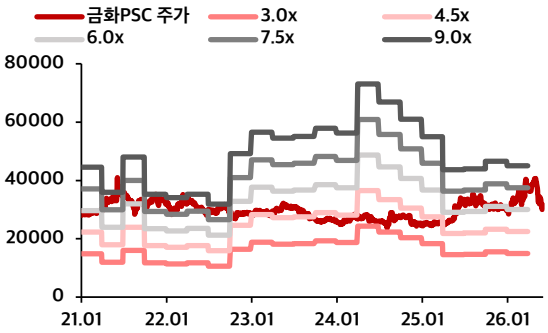
**금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 재무상태표**

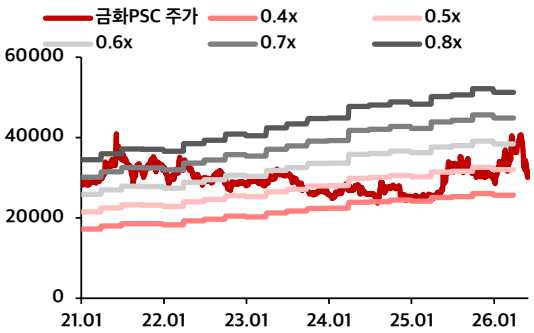
| (단위 : 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **407,983** | **430,717** | **469,465** | **497,592** | **522,483** | **556,899** |
| **유동자산** | **156,707** | **174,538** | **222,833** | **252,557** | **279,028** | **315,009** |
| 현금및현금성자산 | 44,885 | 81,582 | 56,996 | 104,590 | 135,698 | 165,817 |
| 단기금융자산 | 40,258 | 40,297 | 42,810 | 42,810 | 42,810 | 42,810 |
| 매출채권 및 기타유동채권 | 68,795 | 47,608 | 117,308 | 99,373 | 94,914 | 100,482 |
| 재고자산 | 1,085 | 3,530 | 2,784 | 3,160 | 3,101 | 3,247 |
| 기타유동자산 | 1,684 | 1,521 | 2,936 | 2,624 | 2,506 | 2,653 |
| **비유동자산** | **251,277** | **256,178** | **246,632** | **245,035** | **243,454** | **241,890** |
| 유형자산 | 58,776 | 65,454 | 64,994 | 64,526 | 64,075 | 63,641 |
| 무형자산 | 11,691 | 11,346 | 10,945 | 10,570 | 10,196 | 9,822 |
| 사용권자산 | 1,127 | 1,690 | 1,899 | 2,209 | 2,520 | 2,831 |
| 관계기업투자 | 37,133 | 44,016 | 27,255 | 26,189 | 25,123 | 24,057 |
| 종속기업투자 (금화정수) | 85,000 | 85,000 | 85,000 | 85,000 | 85,000 | 85,000 |
| 장기금융자산 | 22,543 | 18,678 | 17,933 | 17,933 | 17,933 | 17,933 |
| 기타비유동자산 | 35,007 | 29,994 | 38,606 | 38,606 | 38,606 | 38,606 |
| **부채총계** | **71,216** | **67,343** | **83,024** | **79,008** | **77,276** | **80,488** |
| **유동부채** | **43,371** | **50,514** | **66,548** | **62,407** | **60,550** | **63,637** |
| 매입채무 및 기타유동채무 | 2,351 | 12,263 | 23,461 | 15,303 | 15,019 | 15,723 |
| 단기차입금 | 11,801 | 11,497 | 7,069 | 7,069 | 7,069 | 7,069 |
| 유동리스부채 | 518 | 818 | 637 | 822 | 1,008 | 1,193 |
| 기타유동부채 | 28,701 | 25,936 | 35,382 | 39,213 | 37,453 | 39,651 |
| **비유동부채** | **27,845** | **16,829** | **16,476** | **16,601** | **16,726** | **16,851** |
| 장기차입금 | 21,058 | 8,512 | 7,703 | 7,703 | 7,703 | 7,703 |
| 비유동리스부채 | 143 | 335 | 429 | 554 | 679 | 804 |
| 기타비유동부채 | 6,644 | 7,982 | 8,345 | 8,345 | 8,345 | 8,345 |
| **자본총계** | **336,767** | **363,373** | **386,441** | **418,584** | **445,207** | **476,411** |
| **지배기업 소유주귀속 자본** | **336,758** | **363,364** | **386,432** | **418,575** | **445,198** | **476,402** |
| 자본금 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| 자본잉여금 | 6,535 | 6,535 | 6,535 | 6,535 | 6,535 | 6,535 |
| 기타자본구성요소 | (2,229) | (2,363) | (1,851) | (1,851) | (1,851) | (1,851) |
| 이익잉여금 | 329,452 | 356,192 | 378,747 | 410,890 | 437,513 | 468,717 |
| **비지배지분** | **9** | **9** | **9** | **9** | **9** | **9** |

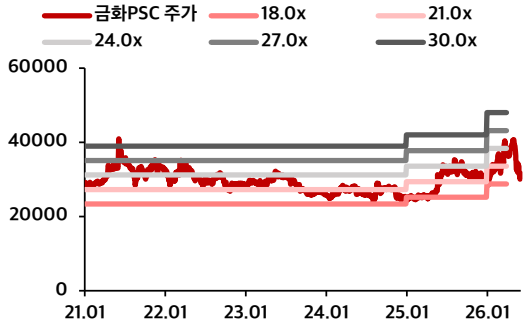
**금화정수 추정 재무상태표**

| (단위 : 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **107,489** | **116,068** | **106,170** | **118,671** | **125,387** | **132,964** |
| **유동자산** | **75,410** | **84,692** | **74,940** | **87,422** | **94,110** | **101,649** |
| 현금및현금성자산 | 7,755 | 10,289 | 13,834 | 17,250 | 22,610 | 28,249 |
| 단기금융자산 | 29,000 | 40,041 | 26,011 | 26,011 | 26,011 | 26,011 |
| 매출채권 및 기타유동채권 | 35,419 | 28,518 | 31,075 | 38,771 | 39,926 | 41,596 |
| 재고자산 | 1,807 | 1,762 | 2,079 | 2,306 | 2,388 | 2,485 |
| 기타유동자산 | 1,430 | 4,081 | 1,942 | 3,083 | 3,175 | 3,308 |
| **비유동자산** | **32,079** | **31,376** | **31,230** | **31,249** | **31,277** | **31,315** |
| 유형자산 | 26,178 | 25,814 | 25,480 | 25,114 | 24,756 | 24,408 |
| 무형자산 | 1,258 | 1,901 | 2,119 | 2,396 | 2,674 | 2,952 |
| 사용권자산 | 116 | 177 | 221 | 329 | 437 | 545 |
| 관계기업투자 | 363 | 363 | 363 | 363 | 363 | 363 |
| 종속기업투자 | - | - | - | - | - | - |
| 장기금융자산 | 948 | 962 | 956 | 956 | 956 | 956 |
| 기타비유동자산 | 3,216 | 2,160 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| **부채총계** | **28,916** | **33,520** | **22,453** | **29,082** | **29,858** | **30,878** |
| **유동부채** | **28,065** | **26,058** | **14,832** | **21,419** | **22,151** | **23,128** |
| 매입채무 및 기타유동채무 | 1,036 | 8,025 | 5,604 | 5,974 | 6,185 | 6,437 |
| 단기차입금 | 12,000 | 5,000 | - | - | - | - |
| 유동리스부채 | 69 | 162 | 57 | 121 | 186 | 251 |
| 기타유동부채 | 14,960 | 12,871 | 9,172 | 15,324 | 15,780 | 16,440 |
| **비유동부채** | **852** | **7,462** | **7,620** | **7,664** | **7,707** | **7,750** |
| 장기차입금 | - | 6,426 | 6,426 | 6,426 | 6,426 | 6,426 |
| 비유동리스부채 | 50 | 25 | 38 | 81 | 124 | 167 |
| 기타비유동부채 | 802 | 1,011 | 1,157 | 1,157 | 1,157 | 1,157 |
| **자본총계** | **78,573** | **82,548** | **83,717** | **89,589** | **95,529** | **102,086** |
| **지배기업 소유주귀속 자본** | **78,573** | **82,548** | **83,717** | **89,589** | **95,529** | **102,086** |
| 자본금 | 4,388 | 4,388 | 4,388 | 4,388 | 4,388 | 4,388 |
| 자본잉여금 | - | - | - | - | - | - |
| 기타자본구성요소 | (1,245) | (1,245) | (1,245) | (1,245) | (1,245) | (1,245) |
| 이익잉여금 | 75,430 | 79,405 | 80,574 | 86,446 | 92,386 | 98,944 |
| **비지배지분** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** |

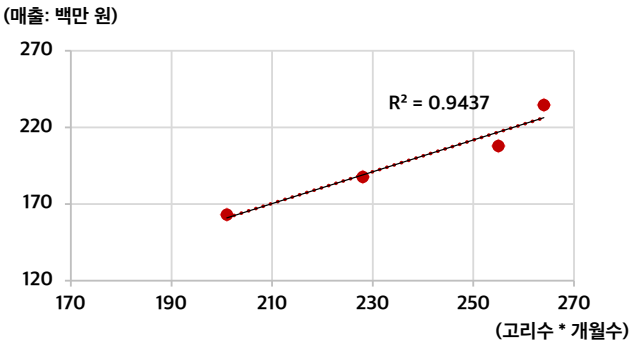
## Appx 3. PER band, PBR band, PDR band




## Appx 4. 원전 경상정비 Q - 매출 상관관계

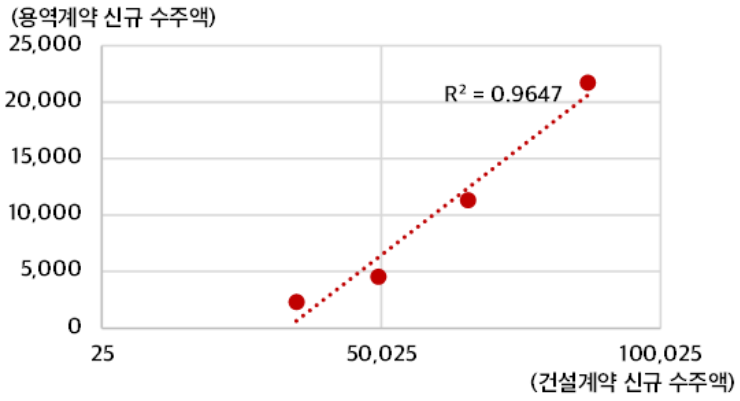



## Appx 5. 경상정비 공시 수주금액 기간 안분

| 경상정비 공시 수주금액 기간 안분 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만 원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 26Q1 |
| **원자력** | | | | | |
| 신한울 원자력 #1,2 | 6,403 | 8,989 | 13,045 | 19,666 | 1,536 |
| 새울(신고리) 원자력 #3,4 | 3,537 | 6,953 | 6,953 | 16,874 | 1,497 |
| 한빛원자력 #1,2 | 9,504 | 13,382 | 10,498 | 8,282 | 5,767 |
| 고리원자력 | 704 | 764 | 832 | 137 | 0 |
| 한울원자력 | 7,989 | 10,078 | 16,256 | 15,798 | 3,373 |
| 경주처분시설 기전분야 | | | | 2,144 | |
| **신재생** | | | | | |
| 제주풍력 | 1,463 | 1,113 | 1,114 | 1,126 | 298 |
| **화력** | | | | | |
| 태안화력 #1~6 | 31,502 | 37,602 | 31,434 | 83,138 | 5,833 |
| 당진화력 #1,5,6 | 19,110 | 10,972 | 24,113 | 27,038 | 2,775 |
| 당진화력 #9~10 | 18,503 | 21,240 | 20,151 | 23,006 | 7,802 |
| 서인천복합화력 #5~8 | 24,590 | 18,671 | 25,537 | 13,336 | 2,803 |
| 영흥화력 #3,4 | 8,903 | 21,525 | 10,610 | 21,312 | 2,489 |
| 영흥화력 #5,6 | 12,494 | 28,476 | 12,352 | 25,030 | 1,989 |
| 영흥화력 #1~4 | 6,646 | 6,326 | 6,921 | 7,354 | 1,774 |
| 영동화력 #1,2 | 10,730 | 14,192 | 23,420 | 14,089 | 3,099 |
| 삼척그린파워 | 10,858 | 12,079 | 10,895 | 9,856 | 1,242 |
| 대륜발전, 별내에너지 | 3,559 | 3,070 | 4,187 | 3,356 | 938 |
| 강릉안인화력 #1,2 | 1,376 | 4,917 | 8,944 | 9,224 | 1,486 |
| CEBU화력발전소 #1,2 | 317 | 1,360 | 475 | 763 | 294 |
| 베트남 응이손 | | | | 1,342 | 849 |

## Appx 6. 금화정수 Backlog Data 및 건설-용역 계약 신규 수주액 결정계수

| 금화정수 Backlog Data | | | | |
|---|---|---|---|---|
| (단위: 천 원) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| **건설계약 백로그 분석** | | | | |
| 기초 백로그 | 96,569,980 | 56,464,319 | 97,690,614 | 84,728,346 |
| + 신규인식 | 49,488,455 | 87,014,122 | 34,851,565 | 65,562,424 |
| - 수익인식 | -89,594,116 | -45,787,827 | -47,813,833 | -61,409,092 |
| 기말 백로그 | 56,464,319 | 97,690,614 | 84,728,346 | 88,881,678 |
| **용역계약 백로그 분석** | | | | |
| 기초 백로그 | 26,140,571 | 12,245,240 | 19,760,708 | 11,375,000 |
| 신규인식 | 4,557,409 | 21,731,296 | 2,312,822 | 11,324,177 |
| 수익인식 | -18,452,740 | -14,215,828 | -10,698,530 | -11,634,713 |
| 기말 백로그 | 12,245,240 | 19,760,708 | 11,375,000 | 11,064,464 |
| **합계** | | | | |
| 기초 백로그 | 122,710,551 | 68,709,559 | 117,451,322 | 96,103,346 |
| 신규인식 | 54,045,864 | 108,745,418 | 37,164,387 | 76,886,601 |
| 수익인식 | -108,046,856 | -60,003,655 | -58,512,363 | -73,043,805 |
| 기말 백로그 | 68,709,559 | 117,451,322 | 96,103,346 | 99,946,142 |




## Appx 7. 금화ETC 및 금화정수 유형자산, 무형자산, 사용권자산(리스) 추정

| 금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 유형자산 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 기초 유형자산 | 18,255 | 26,178 | 25,814 | 25,480 | 25,114 | 24,756 |
| 유형자산 Capex | 9,731 | 319 | 245 | 282 | 282 | 282 |
| 유형자산 감가상각비 | (598) | (611) | (578) | (648) | (639) | (630) |
| *감가율(%)* | *3.28%* | *2.33%* | *2.24%* | *2.54%* | *2.54%* | *2.54%* |
| 유형자산 처분/폐기 | (1,210) | (72) | (0) | - | - | - |
| 기타 유형자산 변동 | - | - | - | - | - | - |
| **기말 유형자산** | **26,178** | **25,814** | **25,480** | **25,114** | **24,756** | **24,408** |

| 금화정수 추정 유형자산 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 기초 유형자산 | 51,364 | 58,776 | 65,454 | 64,994 | 64,526 | 64,075 |
| 유형자산 Capex | 8,659 | 9,213 | 1,859 | 1,859 | 1,859 | 1,859 |
| 유형자산 감가상각비 | (1,708) | (2,202) | (2,375) | (2,327) | (2,310) | (2,294) |
| *감가율(%)* | *3.33%* | *3.75%* | *3.63%* | *3.58%* | *3.58%* | *3.58%* |
| 유형자산 처분/폐기 | 462 | (334) | 56 | - | - | - |
| 기타 유형자산 변동 | - | - | - | - | - | - |
| **기말 유형자산** | **58,776** | **65,454** | **64,994** | **64,526** | **64,075** | **63,641** |

| 금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 무형자산 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 기초 무형자산 | 11,286 | 11,691 | 11,346 | 10,945 | 10,570 | 10,196 |
| 무형자산 Capex | 745 | 85 | 36 | 60 | 60 | 60 |
| 무형자산상각비 | (393) | (432) | (437) | (434) | (434) | (434) |
| 무형자산 처분/폐기 | 52 | 2 | (0) | - | - | - |
| 기타 무형자산 변동 | - | - | - | - | - | - |
| **기말 무형자산** | **11,691** | **11,346** | **10,945** | **10,570** | **10,196** | **9,822** |

| 금화정수 추정 무형자산 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 기초 무형자산 | 1,392 | 1,258 | 1,901 | 2,119 | 2,396 | 2,674 |
| 무형자산 Capex | 473 | 770 | 335 | 400 | 400 | 400 |
| 무형자산상각비 | (45) | (128) | (117) | (122) | (122) | (122) |
| 무형자산 처분/폐기 | (561) | - | - | - | - | - |
| 기타 무형자산 변동 | - | - | - | - | - | - |
| **기말 무형자산** | **1,258** | **1,901** | **2,119** | **2,396** | **2,674** | **2,952** |

| 금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 사용권자산(리스) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 기초 사용권자산 | 752 | 1,127 | 1,690 | 1,899 | 2,209 | 2,520 |
| 신규 리스 설정(비현금) | 1,902 | 2,753 | 3,393 | 2,683 | 2,683 | 2,683 |
| 사용권자산 감가상각비 | (1,504) | (2,071) | (2,674) | (2,372) | (2,372) | (2,372) |
| 리스 변경·종료 등 | (24) | (119) | (511) | - | - | - |
| **기말 사용권자산** | **1,127** | **1,690** | **1,899** | **2,209** | **2,520** | **2,831** |

| 금화정수 추정 사용권자산(리스) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 기초 사용권자산 | 363 | 116 | 177 | 221 | 329 | 437 |
| 신규 리스 설정(비현금) | 375 | 206 | 244 | 275 | 275 | 275 |
| 사용권자산 감가상각비 | (510) | (145) | (188) | (167) | (167) | (167) |
| 리스 변경·종료 등 | (112) | - | (11) | - | - | - |
| **기말 사용권자산** | **116** | **177** | **221** | **329** | **437** | **545** |

## Appx 8. 금화ETC 및 금화정수 순운전자본(NWC) 추정

| 금화PSC(별도) 및 기타 자회사 추정 순운전자본(NWC) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만원, 일) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| **NWC 합계** | **40,511** | **14,461** | **64,185** | **50,641** | **48,048** | **51,008** |
| NWC 변동 (전기-당기) | | 26,051 | (49,724) | 13,544 | 2,593 | (2,960) |
| 매출채권및기타유동채권 | 68,795 | 47,608 | 117,308 | 99,373 | 94,914 | 100,482 |
| 재고자산 | 1,085 | 3,530 | 2,784 | 3,160 | 3,101 | 3,247 |
| 기타유동자산 | 1,684 | 1,521 | 2,936 | 2,624 | 2,506 | 2,653 |
| 매입채무및기타유동채무(-) | 2,351 | 12,263 | 23,461 | 15,303 | 15,019 | 15,723 |
| 기타유동부채(-) | 28,701 | 25,936 | 35,382 | 39,213 | 37,453 | 39,651 |
| DSO (매출채권 회수일수) | 92.1 | 63.1 | 124.2 | 93.1 | 93.1 | 93.1 |
| DIO (재고 회전일수) | 1.8 | 5.6 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| DPO (매입채무 회전일수) | 3.9 | 19.5 | 29.5 | 17.7 | 17.7 | 17.7 |
| *기타유동자산 % of sales* | *0.62%* | *0.55%* | *0.85%* | *0.67%* | *0.67%* | *0.67%* |
| *기타유동부채 % of sales* | *10.53%* | *9.41%* | *10.26%* | *10.07%* | *10.07%* | *10.07%* |

| 금화정수 추정 순운전자본(NWC) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위: 백만원, 일) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| **NWC 합계** | **22,659** | **13,465** | **20,320** | **22,863** | **23,524** | **24,512** |
| NWC 변동 (전기-당기) | | 9,194 | (6,854) | (2,544) | (661) | (988) |
| 매출채권및기타유동채권 | 35,419 | 28,518 | 31,075 | 38,771 | 39,926 | 41,596 |
| 재고자산 | 1,807 | 1,762 | 2,079 | 2,306 | 2,388 | 2,485 |
| 기타유동자산 | 1,430 | 4,081 | 1,942 | 3,083 | 3,175 | 3,308 |
| 매입채무및기타유동채무(-) | 1,036 | 8,025 | 5,604 | 5,974 | 6,185 | 6,437 |
| 기타유동부채(-) | 14,960 | 12,871 | 9,172 | 15,324 | 15,780 | 16,440 |
| DSO (매출채권 회수일수) | 198.8 | 161.1 | 144.1 | 168.0 | 168.0 | 168.0 |
| DIO (재고 회전일수) | 11.9 | 11.6 | 10.8 | 11.5 | 11.5 | 11.5 |
| DPO (매입채무 회전일수) | 6.8 | 53.0 | 29.2 | 29.7 | 29.7 | 29.7 |
| *기타유동자산 % of sales* | *2.20%* | *6.31%* | *2.47%* | *3.66%* | *3.66%* | *3.66%* |
| *기타유동부채 % of sales* | *23.01%* | *19.92%* | *11.66%* | *18.19%* | *18.19%* | *18.19%* |


## 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 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.