한전KPS (051600)

4Q25 Review: 예상을 벗어난 원가 상승

유틸리티/건설
Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

재료비, 경비 등 대거 반영된 비용 이슈. 어닝 쇼크로 연결

4Q25 연결 영업이익은 193억원(-52.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(578억원)를 크게 하회했다. 전사 매출은 +2.2% YoY 성장하며 컨센서스에 부합했고, 핵심 사업부인 원자력/수력 매출 역시 +14.0% YoY 성장하며 당사의 기대치에 부합했다. 그러나 원가 상승 폭이 당사의 예상치를 크게 상회했다. 재료비(+39.1% YoY), 경비(+8.8% YoY) 등 변동비성 비용이 크게 증가했는데, 이는 남아공 등 해외 매출 증가(+20.9% YoY) 및 계획예방정비 공사의 외주 비용 증가와 연결 지을 수 있다. 정부의 중대재해 처벌법 관련한 안전관리 비용이 증가한 것 역시 판관비 상승(+45.5% YoY)에 영향을 미친 것으로 추정한다. 반면 노무비는 +2.4% YoY 증가하며 경영평가등급 하락에 따른 비용 감소를 보여주지 못했다.

일회성일까? 2026년 원가 방향성은 불확실

2025년 영업이익률 8.9%는 2016년(8.6%) 이후로 가장 낮다. 기본적인 사업 구조에 큰 변화가 없는 상황에서 이러한 마진이 유지될 것이라고 보긴 어렵지만, 반등 폭에 대한 기대치는 낮출 필요가 있다. 일부 프로젝트에서 일시적으로 원가가 늘어난 것인지, 구조적인 변화인지 판단을 위해선 한 분기로 부족하다. 남아공 등 해외 매출이 증가하는 상황에서, 믹스 악화로 인해 과거 평균보다는 소폭 낮은 영업 마진을 기록할 가능성에 우선 무게를 둔다(2026년 영업이익 +22.0% YoY, OPM 10.5%)

안정적 성장이 가능한 배당주로서의 매력은 여전

투자의견 Buy, 적정주가는 70,000원으로 +6% 상향한다. 적정 멀티플 산정을 위한 배당성향 가정을 60%에서 65%로 상향 조정했다. 단기적인 마진 불확실성에도 불구하고 안정적인 매출 성장이 가능한 배당주로서 동사의 위치는 굳건하다. 특히 모회사인 한국전력의 늘어나는 CAPEX는 동사의 배당 유인을 더 높일 수 있다는 점에 주목한다. 한미 원전 협력이 구체화된다면 배당주에서 성장주로의 내러티브 전환 가능성에 주목한다. APR1400의 유지보수는 동사가 참여할 가능성이 있다.

Meritz Research 2026. 2. 11

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	70,000원
현재주가 (2.10)	58,300원
상승여력	20.1%

KOSPI	5,301.69pt
시가총액	26,235억원
발행주식수	4,500만주
유동주식비율	47.85%
외국인비중	12.17%
52주 최고/최저가	63,300원/38,200원
평균거래대금	141.1억원

주요주주(%)

한국전력공사 외 1 인	51.02
국민연금공단	9.40

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.0	11.3	30.0
상대주가	1.2	-32.6	-38.2

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	1,557.1	209.5	172.4	3,832	6.0	29,520	11.5	1.5	5.7	13.3	27.2
2025E	1,576.5	142.1	124.6	2,768	-27.8	29,609	17.9	1.7	9.5	9.4	27.9
2026E	1,624.8	170.9	144.4	3,209	15.9	31,018	18.2	1.9	9.7	10.6	24.8
2027E	1,646.0	181.5	155.0	3,445	7.4	32,378	16.9	1.8	9.0	10.9	24.0
2028E	1,667.4	182.3	168.3	3,739	8.5	33,878	15.6	1.7	7.6	11.3	23.3

표1 한전KPS 4Q25P Review 테이블

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**440.8**	431.2	2.2	393.7	12.0	447.5	-1.5	449.0	-1.8
영업이익	**19.3**	40.9	-52.9	47.4	-59.4	66.5	-71.1	57.8	-66.7
세전이익	**24.4**	47.0	-48.0	51.6	-52.6	71.3	-65.7	60.2	-59.4
순이익	**19.8**	35.5	-44.3	42.7	-53.7	53.5	-63.0	47.5	-58.4
영업이익률(%)	**4.4**	9.5		12.0		14.9		12.9	
세전이익률(%)	**5.5**	10.9		13.1		15.9		13.4	
순이익률(%)	**4.5**	8.2		10.8		11.9		10.6	

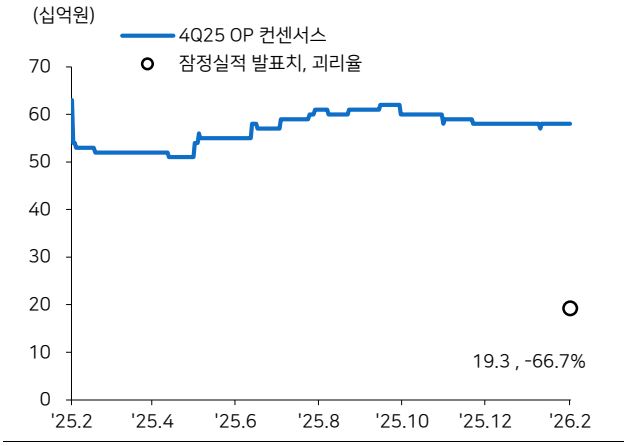
자료: Quantiwise, 한전KPS, 메리츠증권 리서치센터

표2 한전KPS 2025년 · 2026년 실적 추정치 변경

	2025E			2026E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**1,576.5**	1,583.2	-0.4	**1,624.8**	1,627.3	-0.1
영업이익	**140.1**	187.4	-25.2	**170.9**	220.0	-22.3
세전이익	**156.3**	203.1	-23.1	**192.5**	242.5	-20.6
순이익	**124.5**	158.3	-21.3	**144.4**	181.9	-20.6
영업이익률(%)	**8.9**	11.8		**10.5**	13.5	
세전이익률(%)	**9.9**	12.8		**11.8**	14.9	
순이익률(%)	**7.9**	10.0		**8.9**	11.2	

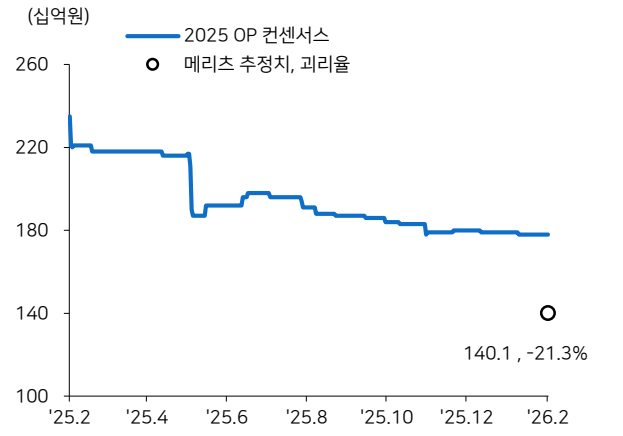
자료: Quantiwise, 한전KPS, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 컨센서스 -66.7% 하회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -21.3% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한전KPS 적정주가 산출

구분	값	내용
12개월 선행 순이익(십억원)	158.2	12개월 선행 순이익
적용 멀티플(배)	19.9	배당성향 60%, COE 5.7%(Rf 2.6%, 조정베타 0.67, MRP 5% 가정), 영구성장률 2.6% 가정한 이론적 적정 PER
적정 시가총액(십억원)	3,147	
발행 주식수(백만주)	45,000	
적정 주가(원)	**70,000**	
현재 주가(원)	58,300	
상승 여력(%)	20.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한전KPS 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025P	2026E
매출		**288.0**	**454.0**	**393.7**	**440.8**	**398.7**	**388.2**	**428.2**	**409.8**	**1,533.9**	**1,557.1**	**1,576.5**	**1,624.8**
매출 성장률(% YoY)		-16.0	5.9	11.1	2.2	38.4	-14.5	8.8	-7.0	7.3	1.5	1.2	3.1
	화력	114.5	185.5	107.9	131.1	129.8	129.8	129.8	129.8	560.6	508.7	539.0	519.1
	원자력/수력	103.1	150.1	177.0	200.4	150.1	134.3	189.3	174.0	535.5	649.8	630.6	647.6
	송변전	26.3	28.3	29.5	28.3	30.9	26.6	28.6	29.8	100.3	112.0	112.4	115.8
	해외	31.3	36.4	45.5	52.1	47.0	54.6	46.4	53.1	195.5	178.4	165.3	201.1
	대외	12.8	53.7	33.8	28.9	41.0	43.0	34.1	23.1	141.9	108.2	129.2	141.2
영업비용		280.2	388.4	346.2	421.6	324.4	362.3	360.6	406.6	1,334.5	1,347.6	1,436.4	1,453.9
	인건비	160.1	168.9	159.3	201.9	162.6	170.2	163.4	205.5	635.1	668.2	691.0	701.6
	감가상각비	15.5	15.8	16.4	16.6	16.5	16.3	16.2	16.4	49.7	62.0	63.6	65.5
	원재료비	12.5	38.8	26.4	26.0	17.3	33.1	25.2	24.2	101.0	92.0	100.5	99.9
	기타	92.1	164.9	134.8	177.1	128.0	142.7	155.8	160.5	548.7	525.4	581.2	586.9
영업이익		**7.8**	**65.6**	**47.4**	**19.3**	**74.3**	**25.9**	**67.5**	**3.2**	**199.4**	**209.5**	**140.1**	**170.9**
영업이익률(%)		2.7	14.5	12.0	4.4	18.6	6.7	15.8	0.8	13.0	13.5	8.9	10.5
영업이익 성장률(% YoY)		-85.1	-11.8	13.0	-52.9	852.5	-60.6	42.4	-83.3	52.7	5.1	-33.1	22.0
금융손익		5.2	1.7	5.9	4.2	6.4	7.0	5.7	5.7	10.0	16.0	15.7	24.8
기타손익		2.2	-1.6	-1.8	-1.0	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	1.3	-0.9	-2.2	-3.2
종속,지배,관련기업손익		0.4	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.7	0.0
세전이익		**15.6**	**64.7**	**51.6**	**24.4**	**80.0**	**32.1**	**72.4**	**8.0**	**210.9**	**225.2**	**156.3**	**192.5**
법인세비용		4.4	13.8	8.9	4.7	20.0	8.0	18.1	2.0	48.2	52.8	31.7	48.1
법인세율(%)		28.0	21.3	17.2	19.1	25.0	25.0	25.0	25.0	22.9	23.4	20.3	25.0
당기순이익		**11.2**	**50.9**	**42.7**	**19.8**	**60.0**	**24.1**	**54.3**	**6.0**	**162.7**	**172.4**	**124.6**	**144.4**

자료: 메리츠증권 리서치센터

한전 KPS (051600)

Income Statement

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,557.1**	**1,576.5**	**1,624.8**	**1,646.0**	**1,667.4**
매출액증가율(%)	1.5	1.2	3.1	1.3	1.3
매출원가	1,261.7	1,338.6	1,357.5	1,362.5	1,380.3
매출총이익	295.4	237.9	267.4	283.5	287.2
판매관리비	85.9	97.8	96.4	102.0	104.8
영업이익	**209.5**	**140.1**	**170.9**	**181.5**	**182.3**
영업이익률(%)	13.5	8.9	10.5	11.0	10.9
금융손익	16.0	15.7	24.8	28.5	37.4
종속/관계기업손익	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.9	-2.2	-3.2	-3.3	0.0
세전계속사업이익	225.3	156.3	192.5	206.7	219.7
법인세비용	52.8	31.7	48.1	51.7	51.5
당기순이익	**172.4**	**124.6**	**144.4**	**155.0**	**168.3**
지배주주지분 순이익	172.4	124.6	144.4	155.0	168.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**540.5**	**-5.9**	**210.6**	**226.0**	**254.0**
당기순이익(손실)	172.4	124.6	144.4	155.0	168.3
유형자산상각비	62.0	63.6	65.5	65.1	90.4
무형자산상각비	2.3	2.3	1.9	1.5	1.1
운전자본의 증감	154.2	-290.2	-1.2	4.4	-5.8
투자활동 현금흐름	**-380.3**	**46.5**	**-39.2**	**-67.2**	**-3.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-49.6	-58.2	-61.1	-64.1	0.0
투자자산의감소(증가)	8.0	-1.6	4.1	-0.6	-0.7
재무활동 현금흐름	**-111.2**	**-119.4**	**-81.7**	**-93.8**	**-100.6**
차입금의 증감	4.3	2.7	-0.7	0.1	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	50.7	-80.0	89.7	65.0	149.7
기초현금	49.1	99.7	19.8	109.4	174.5
기말현금	99.7	19.8	109.4	174.5	324.2

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,051.2	1,058.8	1,106.8	1,173.6	1,336.4
현금및현금성자산	99.7	19.8	109.4	174.5	324.2
매출채권	190.3	201.7	197.3	193.4	196.0
재고자산	24.7	26.2	25.6	25.1	25.5
비유동자산	639.0	645.9	635.4	633.6	542.8
유형자산	457.9	465.5	461.1	460.1	369.8
무형자산	8.7	7.9	6.0	4.6	3.4
투자자산	59.2	60.9	56.7	57.3	58.1
자산총계	**1,690.2**	**1,704.7**	**1,742.2**	**1,807.2**	**1,879.2**
유동부채	347.4	355.2	330.2	333.9	338.3
매입채무	13.4	13.7	12.7	12.9	13.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	14.3	17.0	16.1	16.3	16.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**361.7**	**372.2**	**346.3**	**350.2**	**354.7**
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	1,318.6	1,322.6	1,386.0	1,447.2	1,514.7
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
자본총계	**1,328.5**	**1,332.5**	**1,395.9**	**1,457.0**	**1,524.5**

Key Financial Data

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	34,602	35,034	36,107	36,578	37,054
EPS(지배주주)	3,832	2,768	3,209	3,445	3,739
CFPS	9,602	7,118	5,225	5,437	6,085
EBITDAPS	6,084	4,623	5,297	5,511	6,085
BPS	29,520	29,609	31,018	32,378	33,878
DPS	2,469	1,799	2,086	2,239	2,239
배당수익률(%)	5.6	3.6	3.6	3.8	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	17.9	18.2	16.9	15.6
PCR	4.6	6.9	11.2	10.7	9.6
PSR	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6
PBR	1.5	1.7	1.9	1.8	1.7
EBITDA(십억원)	273.8	208.0	238.3	248.0	273.8
EV/EBITDA	5.7	9.5	9.7	9.0	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.3	9.4	10.6	10.9	11.3
EBITDA 이익률	17.6	13.2	14.7	15.1	16.4
부채비율	27.2	27.9	24.8	24.0	23.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	299.4	251.5	244.5	260.0	259.1
매출채권회전율(x)	7.7	8.0	8.1	8.4	8.6
재고자산회전율(x)	62.3	61.9	62.7	64.9	65.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

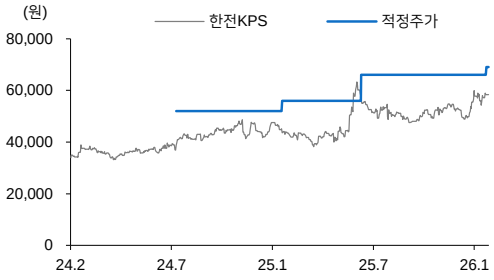
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한전 KPS (051600) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.08.07	기업브리프	Buy	52,000	문경원	-15.6	-6.5
2025.02.12	기업브리프	Buy	56,000	문경원	-20.2	13.0
2025.07.03	산업브리프	Buy	66,000	문경원	-20.8	-9.2
2026.02.11	기업브리프	Buy	70,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이