

2022. 7. 19



▲ 유틸리티

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

Overweight

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
한국전력(015760)	Buy	28,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
한국가스공사(036460)	Buy	55,000원
SGC에너지(005090)	Buy	52,000원

유틸리티

나아질 결심

- ✓ 2022년 역대 최대 폭 전기 요금 인상. 시작한 이상 흑전 이전까지 멈추지 않을 것
- ✓ 경험적으로 요금 인상 시작 시점은 한국전력 투자 적기. 나아질 일만 남은 상황
- ✓ 유가 등 원자재 하락 긍정적. 상승 시에도 SMP상한제와 원전 확대에 민감도 하락
- ✓ 2023년 한전 영업 적자 크게 축소(-4조원). 유가 하락폭에 따라 흑전도 기대 가능
- ✓ 한국전력 업종 내 최선호주로 추천. 한국가스공사는 미수금 우려가 아직 잔존

붕괴되어버린 손익. 요금 인상을 결심한 정부

2015년 이후 7년 만에 한국전력의 요금 인상 사이클이 시작되었다. 적자 폭이 컸던 만큼 역대 가장 가파른 요금 인상이 예정되어 있으며, 흑자 전환 이전까지 인상은 멈추지 않을 것이다. 경험적으로, 요금 인상이 시작되는 시점은 실적의 저점이자 한국전력 투자의 적기였다. 요금 인상의 속도와 시점이 문제인데, 이미 예정된 3Q22 +5.0원/kWh의 연료비 조정단가 인상, 4Q22 +4.9원/kWh의 기준연료비 인상에 이어 연말에는 추가적인 기준연료비 인상도 기대할 수 있다. 정부 역시 원가주의에 기반한 요금제 확립, 공기업 재무 건전성 강화를 천명한 바 있다. 분명한 것은 요금 인하 등 한국전력의 부정적인 정책 변수가 발생할 가능성이 매우 낮다는 점이다.

마침내, 조정 국면을 맞이한 원자재

급격한 금리 인상과 함께 원자재 가격의 하락 조정이 시작되는 한편, 경기 둔화에 대한 우려도 커지고 있다. 경기 민감도가 낮으면서 원자재 가격 하락에 수혜를 볼 수 있는 한국전력을 매수하기는 좋은 시점이다. 원자재 가격 추가 상승 리스크가 완전히 없어진 것은 아니나, 1) SMP상한제가 실시된다면 유가, 가스 가격 상승 부담을 발전사와 분담한다는 점, 2) 원자력 발전 비중 상승으로 인하여 가스 발전량이 감소할 것으로 예상된다는 점이 실적 하방을 제한할 전망이다. 2023년 한국전력의 영업 적자는 -4.2조원으로, 2022년 -23.1조원 대비 크게 줄어든 전망이며, 원자재 가격 하락폭에 따라 2023년 하반기 흑자 전환 기대도 가능하다.

단일한 대장주 한국전력의 투자 매력이 확대되는 시점

한국전력의 밸류에이션은 0.30배를 밑돌고 있는데, 요금 인상 속에서도 적자가 지속되던 2008~2013년 기간의 밸류에이션과 비교해보면 저점 수준이다. 한국가스공사의 경우 미수금 이슈가 해소되기 이전까지는 원자재 가격 상승 수혜를 논하기가 어려운 상황이며, SGC에너지 등 민간발전사 역시 반등을 위해서는 SMP상한제 등 규제적인 변수가 해소되어야 한다. 한편, 한전KPS는 노무비 안정화로 인한 마진 개선과 원전 발전용량 확대에 따른 매출 확대가 기대된다.



Contents

1. 모든 것의 시작은 요금 인상으로부터	3
1) 바닥 찍은 선행 EPS와 함께 시작되는 요금 인상 사이클	3
2) 인플레이션 리스크, 사라진 건 아니지만 Upside Risk가 더 크다	6
3) 원자력 발전량 확대에 따른 발전믹스 개선	7
2. 유틸리티 투자 전략: 한국전력 비중 확대 권고	10
1) 한국전력, 과거 밸류에이션으로의 정상화	10
2) 한국가스공사, 이제는 어쩌면 부담스러운 유가	11
기업분석	
한국전력 (015760) 2Q22 Preview: 다 좋아져서 사면 늦다	14
한국가스공사 (036460) 2Q22 Preview: 불확실성 해소를 기다리는 시기	19
SGC 에너지 (005090) 2Q22 Preview: 반전은 아직 남아있다	23

기업분석

종목	투자판단	적정주가
한국전력 (015760)	Buy	28,000원
한국가스공사 (036460)	Buy	55,000원
SGC에너지 (005090)	Buy	52,000원

Industry Indepth
2022. 7. 19

한국전력 015760

2Q22 Preview: 다 좋아져서 사면 늦다

▲ 유틸리티

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

- ✓ 2Q22 연결 영업적자는 -5.5조원을 기록하며 컨센서스(-5.3조원) 부합할 전망
- ✓ 하반기에도 원가 일부 상승하나 요금 인상과 SMP상한제로 이를 상쇄
- ✓ 2022년 역대 최대폭 요금 인상. 2023년에도 추가 인상 기대 가능
- ✓ 나빠질 것을 걱정할 때가 아니라 원자재 가격 하락 등 호재를 기대할 때
- ✓ 투자 의견은 Buy로 상향, 적정주가는 23,000원에서 28,000원으로 상향

Buy

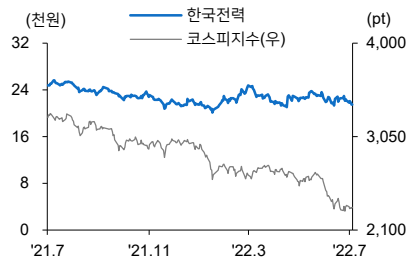
적정주가 (12개월) 28,000 원
현재주가 (7.18) 21,700 원
상승여력 29.0%

KOSPI	2,375.25pt
시가총액	139,306억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.38%
외국인비중	14.64%
52주 최고/최저가	25,650원/20,100원
평균거래대금	390.0억원

주요주주(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	3.8	-13.4
상대주가	-1.8	25.2	19.5

주가그래프



여전히 힘들지만, 조금씩 나아지고 있다

2Q22 연결 영업적자는 -5.5조원(적확 YoY)을 기록하며 시장 컨센서스(-5.3조원)에 부합할 전망이다. 여전히 큰 적자이지만, 1Q22 7.8조원 대비해서 다소 내려온 모습이다. SMP 하락, 요금 인상(합산 6.9원/kWh) 등이 영향을 미쳤다. 다만 기존 당사 추정치 대비해서는 2Q22 적자폭이 확대되었는데, 석탄 가격의 급등과 1Q22 원자재 이용률의 하락, 환율 급등 등이 원인이다. 석탄 발전 단가는 3Q22에도 추가 상승하고, 환율 역시 위협적이지만, 요금 인상(3Q22~4Q22 합산 9.9원/kWh)과 SMP상한제(4Q22 시행 가정)가 이를 상쇄시킬 전망이다. 1Q22가 실적 저점이 될 확률이 높다고 생각한다.

요금 인상 사이클 본격 진입

SMP상한제와 연료비 연동제 조정 등 호의적인 규제가 잇따라 나오고 있다. 특히 2022년 총 +16.8원/kWh의 역대 최대폭 요금 인상이 이뤄진다. 아직 끝난 것이 아니다. 경험적으로 매년 총괄원가 조정은 연말 혹은 연초에 반영되어 왔는데, 이번 연말에도 기준연료비 조정을 기대할 수 있다. 원자재 가격이 하락할 경우 극적인 이익 전망치 하향도 기대할 수 있다.

흑자 전환할 때 사면 늦다

과거 요금 인상 시작 시기는 실적 및 주가의 저점으로 작용했다. 지금도 원자재 가격 관련 리스크가 없는 것은 아니나 지난 2년 대비 제한적이고, 동사의 전통적 악재인 요금 인하, 발전믹스 악화 리스크가 사라진 상황에서 최소한 손해보지 않는 투자가 될 수 있다. 투자 의견은 Buy로 상향, 적정주가는 23,000원에서 28,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	58,569.3	4,086.3	1,991.4	3,102	-192.4	107,945	8.8	0.3	5.7	2.9	187.5
2021	60,574.8	-5,860.1	-5,315.1	-8,279	-349.9	99,334	-2.7	0.2	15.8	-8.0	223.2
2022E	67,752.8	-23,058.5	-17,978.0	-28,005	245.6	71,910	-0.8	0.3	-10.7	-32.7	350.0
2023E	75,373.1	-4,186.5	-3,991.3	-6,217	-77.7	65,693	-3.5	0.3	13.3	-9.0	401.3
2024E	76,034.1	465.8	-1,009.0	-1,572	-74.7	64,121	-13.8	0.3	8.7	-2.4	417.2

표4 한국전력 2Q22 Preview

(십억원)	2Q22E	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	14,753.6	13,518.9	9.1	16,464.1	-10.4	15,865.2	-7.0
영업이익	-5,480.3	-764.8	적확	-7,786.9	적축	-5,280.7	N/A
세전이익	-5,934.7	-995.8	적확	-8,105.3	적축	-5,877.8	N/A
지배순이익	-4,259.7	-695.8	적확	-5,952.9	적축	-4,208.7	N/A

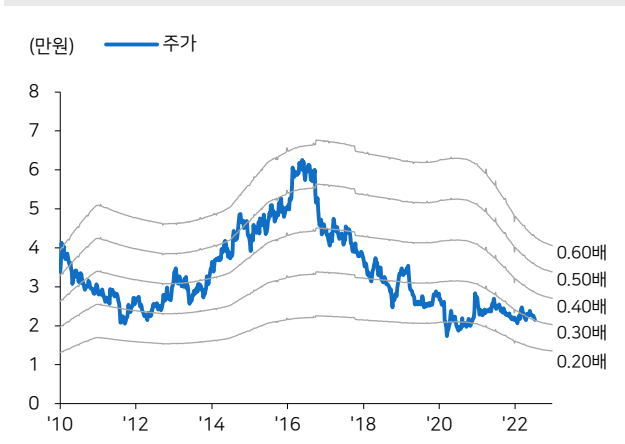
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표5 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	67,471.7	72,684.4	67,752.8	75,373.1	0.4%	3.7%
영업이익	-19,782.3	-6,426.8	-23,058.5	-4,186.5	적확	적축
영업이익률	-29.3%	-8.8%	-34.0%	-5.6%	-4.7%p	3.3%p
당기순이익	-15,572.3	-5,698.6	-18,072.6	-4,031.7	적확	적축

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 한국전력 12개월 선행 PBR



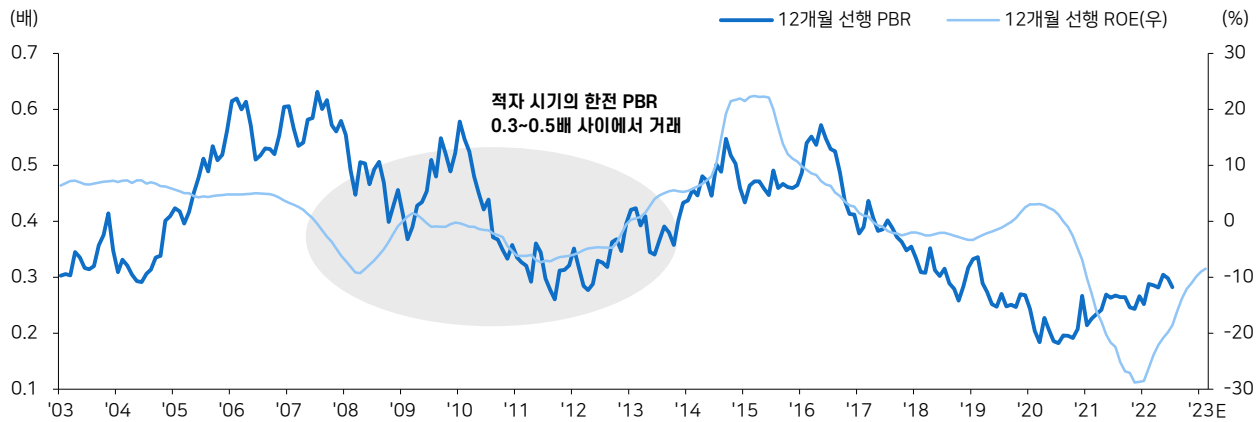
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션

한국전력의 적정주가를 23,000원에서 28,000원으로 상향, 투자의견도 Hold에서 Buy로 상향한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS에 0.36배를 적용하여 산출했다. 0.36배는 금융위기 이후 적자 시기(12개월 선행 EPS가 적자인 구간)의 평균이다.

2021~2022년 동사는 0.3배를 하회하는 멀티플을 적용 받아왔다. 적자 규모가 역대 최대였고, 무엇보다 '언제 나아질 지 모른다'는 불확실성이 과거 적자 기간 대비 De-rating을 가져왔다는 판단이다. 요즘 인상이 시작되었고, 적자 규모 축소가 예상되는 이 시점에서는 과거 적자 시기의 평균 멀티플 이상을 적용하는 데 무리가 없다는 판단이다.

그림17 한국전력 12개월 선행 PBR vs ROE



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 한국전력 적정주가 산출

구분	적용값	내용
예상 BPS (원)	74,125	12개월 선행(2Q22~1Q23) 평균
적정 PBR (배)	0.36	금융위기 이후 적자 시기의 평균 PBR
적정주가 (원)	28,000	
현재주가 (7/18, 원)	21,700	
상승여력 (%)	29.0	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.5	95.6	108.4	105.0	100.0	42.2	69.3	102.3	93.8
환율(원/달러)	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,204.6	1,259.9	1,278.0	1,240.0	1,180.3	1,144.0	1,245.6	1,200.0
SMP(원/kWh)	76.8	79.5	93.5	125.9	181.5	157.4	170.0	140.0	68.7	93.9	162.2	135.0
석탄 발전단가(원/kWh)	51.4	55.3	64.3	76.3	90.2	105.8	129.0	110.5	50.2	61.8	108.9	86.3
LNG 발전단가(원/kWh)	93.4	95.0	111.8	158.4	228.1	177.4	190.0	210.0	89.8	114.6	201.4	190.1
원전이용률(%)	80.8	72.1	72.6	84.9	87.5	83.0	85.0	80.0	78.6	77.6	83.8	88.0
석탄이용률(%)	56.0	54.3	70.2	58.7	58.7	48.0	70.0	60.0	59.6	59.9	59.2	63.8
전력 판매단가(원/kWh)	107.8	101.8	112.7	109.6	110.4	111.7	127.6	126.4	109.7	108.0	119.0	132.4
실적 전망												
연결 매출	15,075.3	13,518.9	16,462.2	15,518.4	16,464.1	14,753.6	18,643.8	17,891.3	58,569.3	60,574.8	67,752.8	75,373.1
매출액 증가율(% YoY)	-0.1	3.4	4.8	5.6	9.2	9.1	13.3	15.3	-1.0	3.4	11.8	11.2
매출원가	13,889.8	13,592.6	16,668.1	19,408.7	23,602.8	19,540.5	22,523.5	22,277.6	51,804.6	63,559.2	87,944.5	76,535.5
연료비	3,947.0	3,882.3	5,618.8	5,959.5	7,648.4	6,846.0	9,816.9	8,616.0	14,794.2	19,407.6	32,927.4	27,422.9
구입전력비	4,998.9	4,310.5	5,694.3	6,628.4	10,582.7	7,004.0	7,150.5	7,490.2	15,725.1	21,632.1	32,227.5	26,100.2
감가상각비	2,854.6	2,920.1	2,940.8	2,912.0	3,050.9	3,106.0	3,092.2	3,098.0	11,242.8	11,627.4	12,347.0	12,407.3
인건비	1,265.2	1,319.3	1,342.0	1,412.4	1,301.9	1,345.7	1,368.9	1,440.7	5,133.9	5,338.9	5,457.1	5,566.3
수선비 및 기타	824.2	1,160.4	1,072.2	2,496.4	1,018.9	1,238.8	1,095.1	1,632.7	4,908.5	5,553.1	4,985.5	5,038.8
매출총이익	1,185.5	-73.6	-205.9	-3,890.3	-7,138.8	-4,786.9	-3,879.7	-4,386.3	6,764.7	-2,984.4	-20,191.7	-1,162.4
매출총이익률(%)	7.9	-0.5	-1.3	-25.1	-43.4	-32.4	-20.8	-24.5	11.5	-4.9	-29.8	-1.5
판관비	613.8	691.1	730.8	840.0	648.2	693.4	674.6	850.6	2,678.4	2,875.8	2,866.8	3,024.1
판관비율(%)	4.1	5.1	4.4	5.4	3.9	4.7	3.6	4.8	4.6	4.7	4.2	4.0
영업이익	571.6	-764.8	-936.7	-4,730.3	-7,786.9	-5,480.3	-4,554.3	-5,236.9	4,086.3	-5,860.1	-23,058.5	-4,186.5
영업이익 성장률(%YoY)	32.8	적전	적전	적전	적전	적확	적확	적확	흑전	적전	적확	적축
영업이익률(%)	3.8	-5.7	-5.7	-30.5	-47.3	-37.1	-24.4	-29.3	7.0	-9.7	-34.0	-5.6
금융손익	-536.0	-325.9	-533.8	-447.5	-641.9	-515.7	-657.4	-330.3	-1,386.2	-1,843.2	-2,145.4	-1,875.1
기타손익	100.3	18.3	94.1	-89.2	16.2	29.9	-119.1	-26.7	10.3	123.5	-99.7	91.7
종속,관계기업 관련 손익	199.0	76.5	44.1	175.0	307.3	31.3	17.0	88.6	281.1	494.6	444.2	408.9
세전이익	334.9	-995.8	-1,332.3	-5,092.0	-8,105.3	-5,934.7	-5,314.0	-5,505.3	2,991.5	-7,085.2	-24,859.3	-5,560.9
연결 당기순이익	118.4	-673.9	-1,025.9	-3,647.9	-5,925.9	-4,302.7	-3,852.6	-3,991.3	2,092.5	-5,229.2	-18,072.6	-4,031.7
당기순이익률(%)	0.8	-5.0	-6.2	-23.5	-36.0	-29.2	-20.7	-22.3	3.6	-8.6	-26.7	-5.3
순이익 성장률(% YoY)	120.9	적전	적전	적전	적전	적확	적확	적확	흑전	적전	적확	적축
지배주주 순이익	85.7	-695.8	-1,045.2	-3,659.7	-5,952.9	-4,259.7	-3,814.1	-3,951.4	1,991.3	-5,315.1	-17,978.0	-3,991.3

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	58,569.3	60,574.8	67,752.8	75,373.1	76,034.1
매출액증가율 (%)	-1.0	3.4	11.8	11.2	0.9
매출원가	51,804.6	63,559.2	87,944.5	76,535.5	72,659.6
매출총이익	6,764.7	-2,984.4	-20,191.7	-1,162.4	3,374.5
판매관리비	2,678.4	2,875.8	2,866.8	3,024.1	2,908.7
영업이익	4,086.3	-5,860.1	-23,058.5	-4,186.5	465.8
영업이익률	7.0	-9.7	-34.0	-5.6	0.6
금융손익	-1,386.2	-1,843.2	-2,145.4	-1,875.1	-2,301.1
중속/관계기업손익	281.1	494.6	444.2	408.9	449.3
기타영업외손익	10.4	123.5	-99.7	91.7	-19.8
세전계속사업이익	2,991.5	-7,085.2	-24,859.3	-5,560.9	-1,405.8
법인세비용	899.1	-1,856.0	-6,786.7	-1,529.3	-386.6
당기순이익	2,092.5	-5,229.2	-18,072.6	-4,031.7	-1,019.2
지배주주지분 손이익	1,991.4	-5,315.1	-17,978.0	-3,991.3	-1,009.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	20,561.9	22,050.9	20,883.1	24,165.4	25,204.8
현금및현금성자산	2,029.6	2,635.2	407.4	2,715.4	3,584.7
매출채권	7,162.7	7,539.9	8,692.8	9,112.9	9,186.2
재고자산	6,742.9	7,608.2	8,771.6	9,195.4	9,269.4
비유동자산	182,580.2	189,058.0	193,333.0	194,270.6	194,866.1
유형자산	168,709.4	173,119.8	173,668.5	174,034.7	174,489.5
무형자산	1,153.9	1,149.7	1,198.5	1,253.7	1,304.2
투자자산	8,643.4	10,381.2	11,848.6	12,364.7	12,454.9
자산총계	203,142.1	211,108.9	214,216.1	218,436.0	220,070.8
유동부채	25,881.2	31,732.2	37,459.8	38,146.0	38,242.0
매입채무	2,606.9	4,780.3	5,511.2	5,777.5	5,824.0
단기차입금	966.9	2,820.6	6,852.5	6,552.5	6,552.5
유동성장기부채	9,237.9	11,109.3	10,198.1	10,198.1	10,121.8
비유동부채	106,594.0	114,064.8	129,153.3	136,718.6	139,276.7
사채	56,030.9	64,221.2	71,727.5	76,827.5	78,827.5
장기차입금	3,018.9	2,278.5	3,248.7	3,281.2	3,414.4
부채총계	132,475.3	145,797.0	166,613.1	174,864.7	177,518.7
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,067.9	2,074.9	2,074.4	2,074.4	2,074.4
기타포괄이익누계액	-409.6	-57.6	163.2	163.2	163.2
이익잉여금	51,133.6	45,247.0	27,421.3	23,429.9	22,420.9
비지배주주지분	1,370.2	1,542.8	1,439.4	1,399.1	1,388.9
자본총계	70,666.9	65,311.9	47,603.0	43,571.3	42,552.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	13,208.5	4,473.2	-1,186.3	10,769.8	12,217.0
당기순이익(손실)	2,092.5	-5,229.2	-18,072.6	-4,031.7	-1,019.2
유형자산상각비	11,377.6	11,772.1	12,546.5	12,624.4	12,665.7
무형자산상각비	170.5	166.2	137.8	142.6	149.3
운전자본의 증감	-2,889.3	-2,312.7	5,966.5	2,411.9	421.2
투자활동 현금흐름	-14,831.8	-12,354.3	-12,234.9	-13,327.1	-13,410.5
유형자산의증가(CAPEX)	-13,281.3	-12,668.5	-12,902.1	-12,990.6	-13,120.6
투자자산의감소(증가)	-171.9	-1,738.0	-1,467.4	-516.1	-90.1
재무활동 현금흐름	1,880.8	8,435.1	11,161.8	4,865.4	2,062.7
차입금의 증감	1,594.2	10,307.3	11,522.4	4,865.4	2,062.7
자본의 증가	-2.3	7.0	-0.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	219.5	605.7	-2,227.9	2,308.1	869.2
기초현금	1,810.1	2,029.6	2,635.2	407.4	2,715.4
기말현금	2,029.6	2,635.2	407.4	2,715.4	3,584.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	91,235	94,359	105,540	117,410	118,440
EPS(지배주주)	3,102	-8,279	-28,005	-6,217	-1,572
CFPS	28,676	14,392	-14,754	14,674	21,881
EBITDAPS	24,354	9,468	-16,160	13,366	20,688
BPS	107,945	99,334	71,910	65,693	64,121
DPS	1,216	0	0	0	0
배당수익률(%)	4.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.8	-2.7	-0.8	-3.5	-13.8
PCR	1.0	1.5	-1.5	1.5	1.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EBITDA	15,634.3	6,078.1	-10,374.2	8,580.6	13,280.8
EV/EBITDA	5.7	15.8	-10.7	13.3	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	-8.0	-32.7	-9.0	-2.4
EBITDA 이익률	26.7	10.0	-15.3	11.4	17.5
부채비율	187.5	223.2	350.0	401.3	417.2
금융비용부담률	3.4	3.2	3.5	3.7	3.8
이자보상배율(x)	2.0	-3.1	-9.7	-1.5	0.2
매출채권회전율(x)	8.3	8.2	8.3	8.5	8.3
재고자산회전율(x)	8.5	8.4	8.3	8.4	8.2

Industry Indepth
2022. 7. 19

한국가스공사 036460

2Q22 Preview: 불확실성 해소를 기다리는 시기

▲ 유틸리티

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

- ✓ 2Q22 연결 영업이익은 1,874억원을 기록하며 컨센서스(1,646억원)에 부합 전망
- ✓ 특별한 이슈가 없다면 3Q22에도 증익 예상. 다만 Prelude 파업 리스크는 유의
- ✓ 미수금 연말까지 역대 최고 수준 기록 전망. 규제 불확실성 잔존
- ✓ 환율 상승으로 인해 2022년 배당 매력 약화되나, 2023년 배당 기대는 상승
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지

Buy

적정주가 (12개월) 55,000 원
현재주가 (7.18) 34,650 원
상승여력 58.7%

KOSPI	2,375.25pt
시가총액	31,986억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	43.83%
외국인비중	10.81%
52주 최고/최저가	49,100원/33,150원
평균거래대금	148.9억원

주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	10.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.5	-3.2	-5.1
상대주가	-19.3	16.7	31.0

주가그래프



2Q22, 3Q22까지 이어질 실적 호조

2Q22 연결 영업이익은 1,874억원(+245.3% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,646억원)에 부합할 전망이다. 연간 적정투자보수 증가로 별도 영업이익이 상승하는 가운데 유가, 천연가스 가격 상승으로 해외 자원개발 실적도 개선되었다. 특히 호주 Prelude가 5월 1카고를 인도받으면서 1,000억원 가량 이익이 개선될 전망이다. 특별한 이슈가 없다면 3Q22에도 유가 및 천연가스 가격 상승에 따른 증익이 예상된다. 하지만 Prelude 파업 리스크에는 주목해야 한다. 임금 인상을 요구하는 파업이 지속되고 있는데, 가능성은 낮지만 8월 말까지 장기화될 경우 동사의 3Q22 매출 발생이 어려울 수 있다.

야속한 환율과 미수금

미수금이 연말까지 역대 최고 수준으로 상승할 것으로 예상되는 가운데 규제 당국의 조치가 어떤 방향으로 이루어질 지는 아직 불확실하다. 원자재 가격 상승에 대한 손해가 희석되는 이유이다. 한편, 1,300원 이상의 높은 환율이 이어지면서 2022년 배당에 대한 기대감이 낮아지고 있다. 다만 여전히 배당 매력(DPS 1,800원, 배당수익률 5.2%)이 높은 수준이며, 환율로 인한 배당 하락은 2023년 기대 배당을 오히려 높인다.

매력적인 수준까지 내려온 밸류에이션, 반등 트리거를 기다리자

실적(Prelude 파업), 미수금, 환율 등의 불확실성을 감안하더라도 선행 12개월 PBR 0.32배는 매력적인 수준이다. 10년 간 저점과 비슷하다. 반등 트리거를 기다려야 하는데, 지금은 가스 요금 인상에 따른 미수금 하락이 언제 이루어질 지에 주목해야 한다. 투자 의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	20,833.7	898.9	-172.1	-1,864	-375.8	81,040	-16.6	0.4	10.7	-2.2	364.2
2021	27,520.8	1,239.7	950.8	10,299	-700.3	96,077	3.8	0.4	10.7	11.6	378.9
2022E	38,908.4	1,744.3	885.3	9,590	-7.8	101,200	3.6	0.3	9.4	9.7	393.2
2023E	38,350.8	2,162.5	1,397.2	15,135	58.7	114,662	2.3	0.3	8.0	14.0	330.7
2024E	34,076.8	1,879.4	1,163.7	12,606	-16.7	124,478	2.7	0.3	8.3	10.5	300.2

표8 한국가스공사 2Q22 Preview

(십억원)	2Q22E	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,987.0	4,840.9	23.7	13,979.5	-57.2	8,100.8	-26.1
영업이익	187.4	54.3	245.3	912.6	-79.5	164.6	13.9
세전이익	-31.2	-63.5	적축	1,029.5	적전	-0.1	N/A
지배순이익	-22.4	-56.2	적축	733.5	적전	61.6	N/A

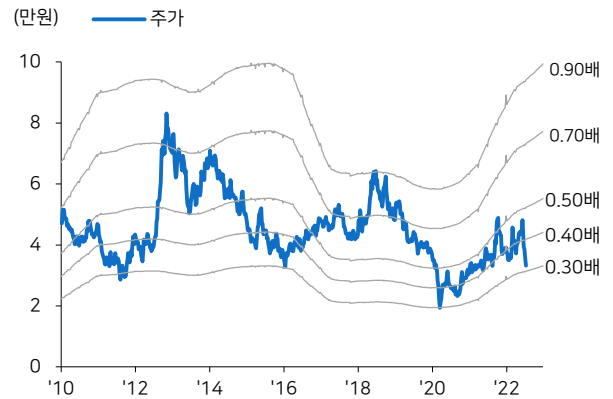
자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

표9 한국가스공사 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	37,271.0	35,996.5	38,908.4	38,350.8	4.4%	6.5%
영업이익	1,675.7	1,870.0	1,744.3	2,162.5	4.1%	15.6%
영업이익률	4.5	5.2	4.5%	5.6%	0.0%p	0.4%p
당기순이익	957.5	1,118.2	889.5	1,411.3	-7.1%	26.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표10 한국가스공사 연결 실적 전망												
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.5	95.6	100.0	95.0	90.0	42.2	69.3	95.1	81.3
환율(원/달러)	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,204.6	1,259.9	1,300.0	1,300.0	1,180.3	1,144.0	1,266.1	1,235.0
JKM(달러/mmbtu)	7.3	10.8	21.5	32.9	30.0	28.8	39.3	37.4	4.5	18.1	33.9	29.6
실적 추정												
매출액	7,711.4	4,840.9	5,372.8	9,595.6	13,979.5	5,987.0	7,048.5	11,893.3	20,833.7	27,520.8	38,908.4	38,350.8
매출액 증가율(%)	-3.2	18.2	58.5	78.3	81.3	23.7	31.2	23.9	-16.6	32.1	41.4	-1.4
가스도매판매	7,675.0	4,349.9	4,511.0	7,823.2	9,849.5	4,909.9	5,686.7	10,083.8	20,380.9	24,359.1	30,529.8	30,334.9
해외주요사업	294.4	318.6	413.6	462.7	400.5	525.8	648.8	529.3	1,050.6	1,489.3	2,104.4	2,875.5
기타 및 연결조정	-258.0	172.5	448.2	1,309.7	3,729.5	551.3	713.0	1,280.3	-597.8	1,672.4	6,274.1	5,140.4
매출원가	6,838.0	4,699.4	5,268.1	9,053.5	12,958.3	5,707.6	6,825.8	11,249.9	19,513.5	25,859.0	36,741.7	35,766.0
매출총이익	873.4	141.5	104.6	542.2	1,021.2	279.4	222.7	643.4	1,320.2	1,661.7	2,166.7	2,584.7
판관비	108.8	87.3	96.8	129.1	108.6	92.0	95.9	125.9	421.4	422.0	422.5	422.3
영업이익	764.6	54.3	7.8	413.0	912.6	187.4	126.8	517.5	898.9	1,239.7	1,744.3	2,162.5
영업이익 증가율(%)	-20.3	흑전	흑전	58.7	19.4	245.3	1,524.3	25.3	-32.6	37.9	40.7	24.0
영업이익률(%)	9.9	1.1	0.1	4.3	6.5	3.1	1.8	4.4	4.3	4.5	4.5	5.6
가스도매판매	701.4	12.4	-95.9	343.9	855.1	24.7	-85.9	406.1	888.9	961.7	1,199.9	1,145.7
해외주요사업	62.1	44.9	99.9	77.6	94.9	166.0	215.6	118.0	15.7	284.5	594.5	1,049.2
미얀마A1/A3(별도)	8.8	8.7	10.3	12.3	10.7	14.3	15.6	16.2	61.7	40.1	56.8	85.9
이라크 주바이르	13.8	21.1	29.2	24.9	14.6	22.6	24.2	25.0	63.8	89.0	86.3	116.9
이라크 바드라	1.9	2.1	3.6	2.3	8.1	1.8	1.8	1.8	-8.2	9.9	13.5	7.2
호주 GLNG	1.1	9.7	33.2	36.5	93.0	53.2	74.4	72.8	12.1	80.5	293.4	385.8
호주 Prelude	36.5	3.3	23.6	1.6	-31.5	74.1	99.6	-18.0	-113.7	65.0	124.3	362.3
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.2	0.0	0.0	20.2	91.2
기타 및 연결조정	1.1	-3.1	3.8	-8.4	-37.4	-3.4	-2.9	-6.5	-5.7	-6.5	-50.2	-32.5
금융손익	-145.2	-147.5	-149.7	-148.5	-131.5	-254.7	-289.2	-223.4	-696.6	-591.0	-898.8	-524.1
기타영업외손익	30.1	-17.1	11.0	514.3	152.7	-8.2	17.0	5.5	-505.2	538.3	167.0	77.3
관계기업 관련 손익	42.4	46.9	24.9	66.1	95.8	44.3	41.9	46.6	11.6	180.3	228.6	230.9
세전이익	691.8	-63.5	-105.9	845.0	1,029.5	-31.2	-103.5	346.3	-268.9	1,367.3	1,241.1	1,946.6
별도	546.6	-75.7	-323.4	540.0	883.6	-253.4	-336.6	246.5	50.0	687.4	540.1	929.2
자회사 및 조정	145.2	12.2	217.5	305.0	145.9	222.1	233.1	99.8	-318.9	679.9	701.0	1,017.4
법인세비용	176.7	-10.9	-20.2	257.2	293.4	-8.6	-28.5	95.2	-108.2	402.8	351.6	535.3
법인세율(%)	25.5	17.2	19.1	30.4	28.5	27.5	27.5	27.5	40.2	29.5	28.3	27.5
연결 당기순이익	515.1	-52.6	-85.7	587.8	736.1	-22.6	-75.1	251.1	-160.7	964.5	889.5	1,411.3
별도	415.1	-57.7	-237.9	474.9	643.4	-183.7	-244.1	178.7	-93.6	594.5	394.3	673.6
자회사 및 조정	99.9	5.1	152.1	112.9	92.7	161.0	169.0	72.4	-67.1	370.0	495.2	737.7
지배주주순이익	513.0	-56.2	-89.3	583.3	733.5	-22.4	-74.3	248.6	-172.1	950.8	885.3	1,397.2

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	20,833.7	27,520.8	38,908.4	38,350.8	34,076.8
매출액증가율 (%)	-16.6	32.1	41.4	-1.4	-11.1
매출원가	19,513.5	25,859.0	36,741.7	35,766.1	31,775.0
매출총이익	1,320.2	1,661.8	2,166.7	2,584.8	2,301.8
판매관리비	421.4	422.1	422.5	422.3	422.4
영업이익	898.9	1,239.7	1,744.3	2,162.5	1,879.4
영업이익률	4.3	4.5	4.5	5.6	5.5
금융손익	-696.6	-591.0	-898.8	-524.1	-608.9
중속/관계기업손익	34.1	180.3	228.6	230.9	233.2
기타영업외손익	-505.2	538.3	167.0	77.3	117.5
세전계속사업이익	-268.9	1,367.3	1,241.1	1,946.6	1,621.3
법인세비용	-108.2	402.8	351.6	535.3	445.9
당기순이익	-160.7	964.5	889.5	1,411.3	1,175.4
지배주주지분 손이익	-172.1	950.8	885.3	1,397.2	1,163.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,527.9	13,147.7	13,931.8	14,160.5	15,249.2
현금및현금성자산	331.8	564.5	836.5	1,717.0	3,387.2
매출채권	4,093.9	6,656.0	6,825.9	6,293.9	5,824.7
재고자산	1,390.3	3,582.8	3,797.3	3,723.3	3,653.9
비유동자산	28,381.9	30,522.2	33,317.1	32,518.7	31,795.3
유형자산	23,134.1	23,580.8	23,053.6	22,414.2	21,830.1
무형자산	1,594.7	1,745.8	1,768.7	1,768.7	1,768.7
투자자산	2,144.8	2,508.7	2,947.6	2,788.7	2,649.4
자산총계	35,909.8	43,669.9	47,248.9	46,679.2	47,044.5
유동부채	7,212.8	14,021.7	16,833.5	15,222.5	14,859.9
매입채무	977.7	2,815.2	3,489.3	3,217.4	2,977.5
단기차입금	1,877.3	5,841.5	9,715.1	8,515.1	8,515.1
유동성장기부채	2,003.7	1,933.8	1,844.1	1,844.1	1,844.1
비유동부채	20,961.8	20,528.9	20,835.0	20,619.6	20,429.5
사채	16,285.1	16,241.0	16,018.8	16,018.8	16,018.8
장기차입금	761.0	179.5	184.2	184.2	184.2
부채총계	28,174.6	34,550.6	37,668.5	35,842.0	35,289.4
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
기타포괄이익누계액	-37.2	21.9	66.2	66.2	66.2
이익잉여금	5,190.8	6,185.3	6,613.9	7,856.6	8,762.8
비지배주주지분	254.1	250.2	238.2	252.4	264.1
자본총계	7,735.2	9,119.3	9,580.3	10,837.1	11,755.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	3,251.0	-2,070.5	293.2	2,885.8	2,592.4
당기순이익(손실)	-160.7	964.5	889.5	1,411.3	1,175.4
유형자산상각비	1,636.7	1,722.3	1,700.9	1,644.8	1,589.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	1,279.5	-4,570.1	-2,328.2	52.6	53.1
투자활동 현금흐름	-971.9	-1,170.3	-1,105.9	-616.3	-633.6
유형자산의증가(CAPEX)	-912.1	-1,156.2	-1,028.1	-1,005.3	-1,005.3
투자자산의감소(증가)	171.5	-363.9	-306.1	389.8	372.5
재무활동 현금흐름	-2,190.0	3,475.6	1,048.1	-1,389.0	-288.6
차입금의 증감	-2,499.3	4,031.6	1,630.8	-1,226.5	-23.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	74.7	232.8	272.0	880.4	1,670.2
기초현금	257.1	331.8	564.5	836.5	1,717.0
기말현금	331.8	564.5	836.5	1,717.0	3,387.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	225,686	298,124	421,483	415,443	369,144
EPS(지배주주)	-1,864	10,299	9,590	15,135	12,606
CFPS	29,048	33,250	37,778	46,141	41,178
EBITDAPS	27,467	32,087	37,321	41,243	37,576
BPS	81,040	96,077	101,200	114,662	124,478
DPS	0	2,728	1,800	3,000	2,500
배당수익률(%)	0.0	7.0	5.2	8.7	7.2
Valuation(Multiple)					
PER	-16.6	3.8	3.6	2.3	2.7
PCR	1.1	1.2	0.9	0.8	0.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	2,535.6	2,962.0	3,445.2	3,807.3	3,468.8
EV/EBITDA	10.7	10.7	9.4	8.0	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.2	11.6	9.7	14.0	10.5
EBITDA 이익률	12.2	10.8	8.9	9.9	10.2
부채비율	364.2	378.9	393.2	330.7	300.2
금융비용부담률	3.4	2.3	2.4	2.8	3.0
이자보상배율(x)	1.3	1.9	1.9	2.0	1.8
매출채권회전율(x)	4.6	5.1	5.8	5.8	5.6
재고자산회전율(x)	10.3	11.1	10.5	10.2	9.2

Industry Indepth
2022. 7. 19

SGC 에너지 005090

2Q22 Preview: 반전은 아직 남아있다

▲ 유틸리티

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

- ✓ 2Q22 연결 영업이익은 351억원을 기록하며 컨센서스(629억원)를 하회할 전망
- ✓ SMP하락 및 석탄 가격 상승이 주 요인. 발전량도 정비 일수 증가로 하락 추정
- ✓ SMP상한제 아직 반전은 남아있음. 재생에너지, 집단사업자를 제외할 가능성
- ✓ 배당 매력(4.5%) 감안 시 하방 제한적. 석탄 가격 하락, SMP상한제 조정 기대
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가는 63,000원에서 52,000원으로 하향

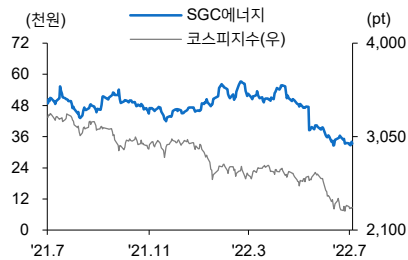
Buy

적정주가 (12개월) **52,000 원**
현재주가 (7.18) **33,650 원**
상승여력 **54.5%**

KOSPI	2,375.25pt
시가총액	4,939억원
발행주식수	1,468만주
유동주식비율	41.12%
외국인비중	4.06%
52주 최고/최저가	57,200원/32,600원
평균거래대금	36.4억원
주요주주(%)	
이우성 외 10인	57.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.7	-31.8	-33.8
상대주가	-4.1	-17.8	-8.6

주가그래프



SMP 하락 및 일시적 정비 일수 증가

2Q22 연결 영업이익은 351억원(+16.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(629억원)를 하회할 전망이다. SMP하락(-13.3% QoQ), 석탄 발전 단가 상승(+22% QoQ)으로 전력 부문의 스프레드가 악화되는 가운데 일시적 정비일수 증가의 영향으로 발전량도 감소했을 것으로 추정한다. 다만 이는 석탄 스팟 가격 상승 구간에 기반영된 리스크라는 판단이다. 발전량 역시 하반기 정상화로 연간 발전량은 기존 기대치에서 크게 벗어나지 않을 확률이 높다.

SMP상한제, 반전은 아직 남아있다

상반기 동사의 주가 하락의 주요 요인이었던 SMP상한제 관련 불확실성은 지속되고 있다. 8월 국무조정실 심의위원회를 거쳐 9월 시행이 예상되는데, 세부적인 시행 규칙이 확정되지 않았다. 동사를 비롯한 민간 발전사들은 규제를 철폐 하거나 적용하더라도 신재생에너지 및 집단에너지 발전소에는 적용을 면제할 것을 요구하고 있다. 시행이 되더라도 국무조정실의 판단에 따라 동사에 미치는 영향은 제한적일 수 있다.

배당 매력을 믿고 기다리는 반전

매크로 및 규제 환경이 악화되는 시점에서 추가 하락을 방어할 수 있는 것은 배당이다. SMP상한제 등 영업 환경 악화를 감안하더라도 2022년 작년 대비 증익이 기대되는데, 따라서 2022년 DPS도 2021년 1,500원(배당수익률 4.5%) 이상이 될 전망이다. 향후 배당을 안전망으로 두고 석탄 가격 하락, SMP상한제 조정 등을 기대해볼 수 있다. 투자 의견 Buy, 적정주가는 63,000원에서 52,000원으로 하향한다. 실적 추정치 하향을 반영했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	106.6	7.0	31.7	4,906	5,482.4	39,004	8.0	1.0	78.8	7.5	294.7
2021	1,898.4	152.2	59.9	4,082	36.8	40,865	11.6	1.2	7.4	10.2	250.5
2022E	2,568.8	204.5	101.2	6,895	40.9	44,844	4.9	0.8	3.8	16.1	226.8
2023E	2,456.2	238.0	134.5	9,165	16.4	52,438	3.7	0.6	3.4	18.8	188.0
2024E	2,369.9	239.4	136.7	9,316	1.6	60,184	3.6	0.6	2.9	16.5	158.5

표11 SGC에너지 2Q22 Preview

(십억원)	2Q22E	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	640.4	422.8	51.5	620.4	3.2	645.9	-0.9
영업이익	35.1	30.3	16.1	74.0	-52.5	62.9	-44.1
세전이익	29.8	23.6	26.1	74.5	-60.0	58.7	-49.2
지배순이익	16.0	3.8	325.5	36.0	-55.6	34.7	-54.0

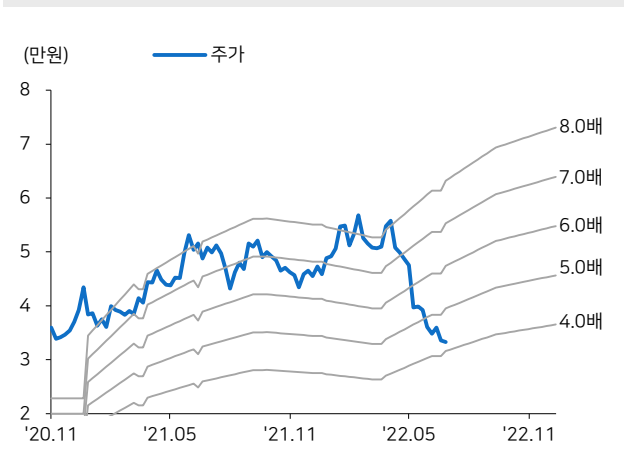
자료: SGC에너지, 메리츠증권 리서치센터

표12 SGC에너지 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
	매출액	2,586.6	2,469.9	2,568.8	2,456.2	-0.7%
영업이익	228.7	229.7	204.4	238.0	-10.6%	3.6%
영업이익률	8.8%	9.3%	8.0%	9.7%	-0.9%p	0.4%p
당기순이익	156.5	155.6	138.8	161.6	-11.3%	3.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 SGC에너지 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표13 SGC에너지 적정주가 산출

구분	적용값	내용
12개월 선행 순이익 (십억원)	96.8	12개월 선행 지배순이익
적정 배수 (배)	7.9	Peer(SK, GS, 삼천리) 평균
적정 시가총액 (십억원)	764.4	
발행 주식수 (백만주)	14,677	기말 주식수
적정주가 (원)	52,000	
현재주가 (7/18, 원)	33,650	
상승여력 (%)	54.5	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
SMP (원/kWh)	76.8	79.5	93.5	125.9	181.5	157.4	170.0	140.0	68.7	93.9	162.2	135.0
두바이유 (천원/배럴)	66.9	75.2	83.0	92.8	115.3	136.6	134.2	124.0	49.6	79.5	127.5	112.6
REC 판매 (만개)	25.0	18.0	0.0	40.0	112.4	105.0	75.0	55.0	150.1	83.0	347.4	346.8
탄소배출권 판매 (만톤)	35.0	73.0	38.0	28.0	0.0	0.0	40.0	60.0	145.8	174.0	100.0	120.0
매출	416.0	422.8	394.8	664.8	620.4	640.4	560.9	747.2	3,312.5	1,898.4	2,568.8	2,456.2
매출 성장률(% YoY)	1.5	-41.5	-56.0	-48.2	49.2	51.5	42.1	12.4	67.1	-42.7	35.3	-4.4
발전/에너지	96.2	96.7	104.5	192.5	286.6	253.0	247.7	216.3	507.4	490.0	1,003.6	903.9
건설/부동산	294.4	313.2	255.0	453.9	292.4	344.5	280.5	499.3	2,561.3	1,316.4	1,416.6	1,423.7
유리	70.2	68.8	51.7	63.2	69.3	69.2	56.9	69.5	281.3	253.9	264.9	266.2
조정	-44.8	-56.0	-16.4	-44.7	-27.8	-26.3	-24.2	-37.9	-37.6	-161.9	-116.2	-137.5
영업이익	30.9	30.3	28.2	62.8	74.0	35.1	37.6	57.8	29.6	152.2	204.4	238.0
영업이익률(%)	7.4	7.2	7.2	9.4	11.9	5.5	6.7	7.7	0.9	8.0	8.0	9.7
영업이익 성장률(% YoY)	32.0	-24.2	149.9	흑전	139.2	16.1	33.0	-8.0	-62.1	413.8	34.3	16.4
발전/에너지	18.7	11.1	16.2	32.5	54.6	21.5	26.5	38.3	62.8	78.5	140.8	176.7
건설/부동산	12.7	20.7	14.1	24.1	22.9	13.1	10.7	19.0	-36.7	71.5	65.6	56.9
유리	1.2	1.9	-1.5	-2.2	0.8	1.4	1.1	1.4	6.6	-0.5	4.7	5.3
조정	-1.8	-3.3	-0.6	8.4	-4.3	-0.8	-0.7	-0.8	-3.1	2.7	-6.7	-1.0
금융손익	-6.6	-5.6	-5.5	-8.4	-0.3	-6.2	-5.3	-5.3		-26.1	-17.1	-20.3
기타손익	1.9	-1.0	1.9	3.3	0.8	0.9	1.0	1.1		6.1	3.8	5.2
종속, 지배, 관계기업 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0
세전이익	26.2	23.6	24.6	57.7	74.5	29.8	33.3	53.6		132.2	191.1	222.9
법인세비용	5.4	7.9	6.5	13.8	20.2	8.2	9.1	14.7		33.7	52.3	61.3
법인세율(%)	20.7	33.6	26.6	23.8	27.1	27.5	27.5	27.5		27.5	27.5	27.5
당기순이익	20.8	15.7	18.1	44.0	54.2	21.6	24.1	38.8		98.5	138.8	161.6
순이익률(%)	5.0	3.7	4.6	6.6	8.7	3.4	4.3	5.2		5.2	5.4	6.6
순이익 성장률(% YoY)	38.5	-63.9	-70.9	흑전	161.0	37.7	33.6	-11.7		0.8	40.9	16.4
지배순이익	13.6	3.8	10.1	32.5	36.0	16.0	19.3	29.9		59.9	101.2	134.5

주: 2020년 이전 수치는 지배구조 개편 전 각 사업부의 실적을 참고하여 당사가 재구성한 수치. 감사를 거친 수치와 차이가 있을 수 있음

자료: SGC에너지, 메리츠증권 리서치센터

SGC 에너지 (005090)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	106.6	1,898.4	2,568.8	2,456.2	2,369.9
매출액증가율 (%)	-62.5	1,681.7	35.3	-4.4	-3.5
매출원가	93.0	1,642.3	2,233.4	2,070.8	1,988.4
매출총이익	13.5	256.1	335.4	385.4	381.6
판매관리비	6.5	103.9	131.0	147.4	142.2
영업이익	7.0	152.2	204.5	238.0	239.4
영업이익률	6.6	8.0	8.0	9.7	10.1
금융손익	-4.8	-26.1	-17.1	-20.3	-17.5
중속/관계기업손익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	14.2	6.1	3.8	5.2	4.7
세전계속사업이익	33.8	132.2	191.1	222.9	226.6
법인세비용	2.1	33.7	52.3	61.3	62.3
당기순이익	31.7	98.5	138.8	161.6	164.3
지배주주지분 손이익	31.7	59.9	101.2	134.5	136.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	979.5	829.8	1,064.5	1,240.3	1,411.4
현금및현금성자산	174.7	201.0	683.3	696.3	885.1
매출채권	102.6	133.5	166.0	248.4	240.5
재고자산	150.5	184.3	166.0	248.4	240.5
비유동자산	1,695.9	1,761.8	1,656.3	1,556.3	1,464.1
유형자산	1,451.3	1,486.0	1,379.9	1,281.2	1,191.0
무형자산	8.3	9.5	9.5	8.3	7.2
투자자산	43.3	42.9	56.0	55.9	55.0
자산총계	2,675.4	2,591.6	2,720.9	2,796.6	2,875.5
유동부채	1,385.6	1,115.8	1,155.0	1,107.4	1,047.0
매입채무	259.6	265.7	298.6	297.9	288.3
단기차입금	639.7	427.2	412.0	380.0	350.5
유동성장기부채	169.6	189.7	182.5	168.3	155.3
비유동부채	612.0	736.4	733.3	718.1	716.2
사채	254.5	314.7	299.8	284.8	284.8
장기차입금	235.0	311.3	308.2	308.2	308.2
부채총계	1,997.6	1,852.1	1,888.3	1,825.5	1,763.1
자본금	73.4	73.4	73.4	73.4	73.4
자본잉여금	426.5	426.5	426.5	426.5	426.5
기타포괄이익누계액	0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	92.7	130.5	188.9	300.4	414.1
비지배주주지분	105.4	139.6	174.4	201.5	229.0
자본총계	677.8	739.4	832.6	971.1	1,112.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-23.6	117.0	569.9	101.2	258.0
당기순이익(손실)	31.7	98.5	138.8	161.6	164.3
유형자산상각비	16.2	106.0	113.7	104.7	96.2
무형자산상각비	0.1	1.2	1.4	1.3	1.1
운전자본의 증감	-45.6	-115.3	309.9	-166.3	-3.6
투자활동 현금흐름	83.9	-17.0	-19.0	-4.0	-3.2
유형자산의증가(CAPEX)	-37.6	-129.6	-8.2	-6.0	-6.0
투자자산의감소(증가)	171.9	0.4	-13.1	0.1	0.9
재무활동 현금흐름	15.5	-72.9	-68.2	-84.2	-66.0
차입금의 증감	1,088.5	-64.3	-40.3	-61.2	-42.9
자본의 증가	454.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	75.8	26.4	482.3	13.0	188.8
기초현금	98.9	174.7	201.0	683.3	696.3
기말현금	174.7	201.0	683.3	696.3	885.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	16,482	129,344	175,025	167,354	161,471
EPS(지배주주)	4,906	4,082	6,895	9,165	9,316
CFPS	4,082	18,087	21,600	23,786	23,256
EBITDAPS	3,615	17,672	21,770	23,435	22,938
BPS	39,004	40,865	44,844	52,438	60,184
DPS	1,500	1,500	1,600	1,600	1,600
배당수익률(%)	3.8	3.2	4.8	4.8	4.8
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	11.6	4.9	3.7	3.6
PCR	9.6	2.6	1.6	1.4	1.4
PSR	2.4	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	1.0	1.2	0.8	0.6	0.6
EBITDA	23.4	259.4	319.5	344.0	336.7
EV/EBITDA	78.8	7.4	3.8	3.4	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	10.2	16.1	18.8	16.5
EBITDA 이익률	21.9	13.7	12.4	14.0	14.2
부채비율	294.7	250.5	226.8	188.0	158.5
금융비용부담률	4.8	1.8	1.3	1.2	1.2
이자보상배율(x)	1.4	4.6	6.0	7.9	8.3
매출채권회전율(x)	1.4	16.1	17.2	11.9	9.7
재고자산회전율(x)	1.0	11.3	14.7	11.9	9.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

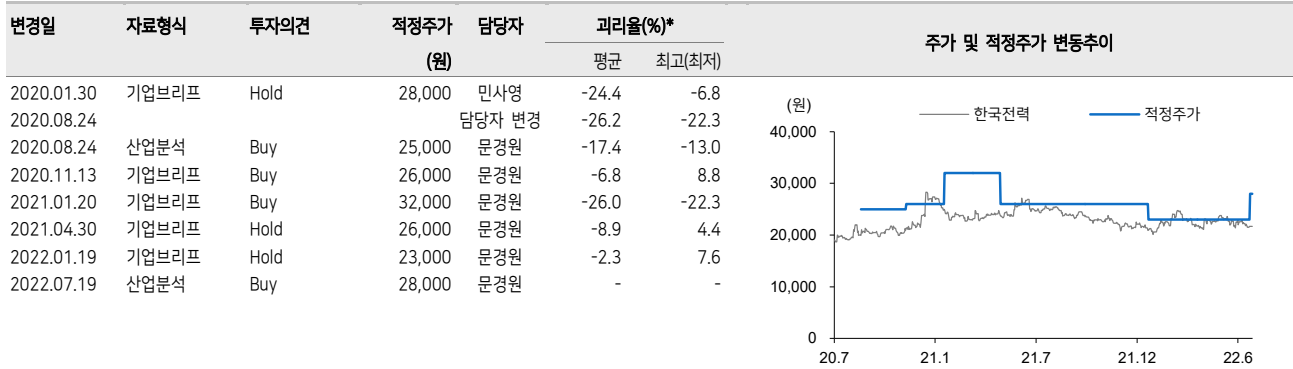
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

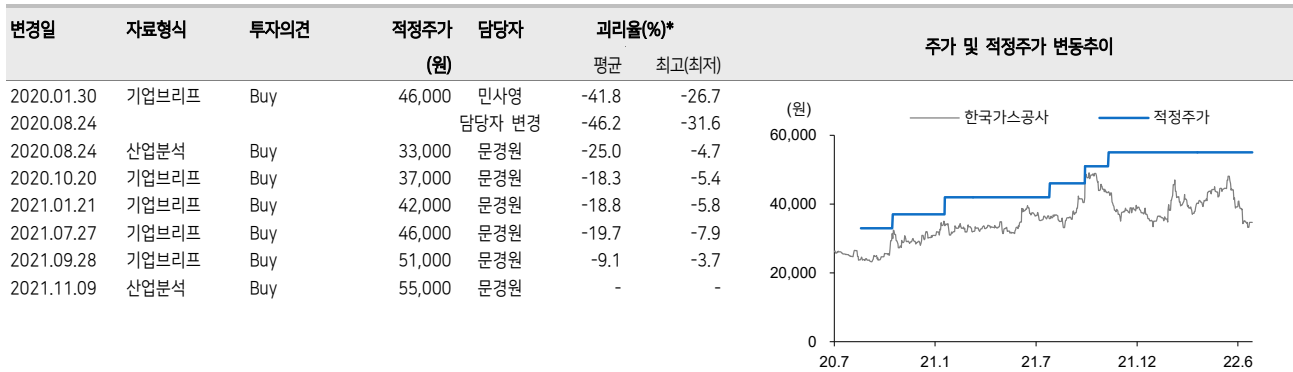
한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



SGC 에너지 (005090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

