

2022. 10. 7



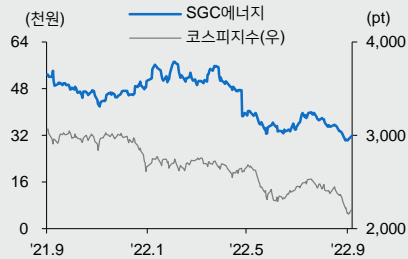
▲ 유틸리티/건설
Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	52,000 원
현재주가 (10.6)	32,150 원
상승여력	61.7%
KOSPI	2,237.86pt
시가총액	4,719억원
발행주식수	1,468만주
유동주식비율	41.12%
외국인비중	3.21%
52주 최고/최저가	57,200원/30,250원
평균거래대금	16.0억원
주요주주(%)	
이우성 외 10인	57.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.4	-36.1	-40.6
상대주가	-2.5	-21.9	-22.8

주가그래프



SGC에너지 005090

3Q22 Preview: 실적과 주가의 괴리

- ✓ 3Q22 연결 영업이익은 430억원을 기록하며 시장 기대치(481억원)를 소폭 하회
- ✓ 건설 부문의 부진이 원인. 발전 부문은 기존 기대치에 부합하거나 소폭 상회
- ✓ SMP 상승과 판매량 회복이 증익 요인. 4Q22 배출권 판매 및 SMP 추가 상승 기대
- ✓ SMP상한제 적용이 늦어지고 있는 상황. 4Q22~1Q23 역대 최고 SMP 수혜 가능
- ✓ 배당 매력(4.7%)도 유효. 투자의견 Buy, 적정주가는 52,000원 유지

P, Q 모두 반등하는 3Q22, 더 기대되는 4Q22

3Q22 연결 영업이익은 430억원(+52.2% YoY)을 기록하며 시장 기대치(481억원)를 소폭 하회할 것으로 보인다. 건설 부문 마진 개선이 더딘 것이 주요 요인인데, 주가의 핵심 변수인 발전 부문의 영업이익(281억원)은 당사의 기존 기대치에 부합하거나 소폭 상회할 전망이다. 3Q22 REC 판매가 전 분기 대비 감소했으나, SMP 상승(+22.2% QoQ) 및 발전량 회복(+33.3%) 등이 이익 상승을 견인할 것으로 판단한다. 글로벌 석탄 가격 상승과 별개로 당사의 석탄 원재료 상승폭은 크지 않았다. 4Q22에는 추가적인 SMP 상승과 탄소배출권 판매로 추가적인 증익이 예상된다.

단기적으로 찾아든 SMP상한제 리스크

산업통상자원부의 SMP상한제 실시가 늦어지는 모습이다. 8월 산업통상자원부 장관은 인터뷰를 통해 '시일을 두고 검토해보아야 한다'라는 발언을 했고, 10월 국정감사에서는 SMP상한제 대신 LNG를 급전 시장에서 분리하는 대안이 제시되는 등 여러 가지 현실적 선택지를 검토하고 있는 모습이다. 발전사 입장에서는 4Q22, 1Q23 예상되는 역대 최고 수준의 SMP를 누릴 수 있는 환경이 마련되었다.

배당 매력을 믿고 기다리는 반전

투자의견 Buy, 52,000원을 유지한다. 규제 리스크를 감안하더라도 2021년 선행 PER 7.5~9.5배 밴드 대비 현 PER 3.5배는 지나친 저평가라는 판단이다. 2022년 DPS는 최소한 2021년보다 작지 않을 예정인데, 2021년의 DPS 1,500원을 그대로 적용하더라도 4.7%의 매력적인 배당수익률을 갖췄다. 하반기 실적 반등 및 배당이 저평가 해소의 트리거가 될 것이라는 판단이다.

(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	2,889.0	208.6	97.4	6,633	38.7	46,104	4.8	0.7	3.5	15.3	233.7
2023E	2,819.6	242.8	132.9	9,057	19.6	53,688	3.5	0.6	3.2	18.2	188.7
2024E	2,748.9	275.1	157.1	10,702	15.2	62,918	3.0	0.5	2.4	18.4	157.0

표1 SGC에너지 3Q22 Preview

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	721.7	394.8	82.8	669.2	7.8	625.4	15.4
영업이익	43.0	28.2	52.2	21.5	99.9	48.1	-10.6
세전이익	37.7	24.6	53.2	9.0	320.8	42.4	-11.2
지배순이익	22.7	10.1	125.9	-0.8	흑전	22.9	-0.7

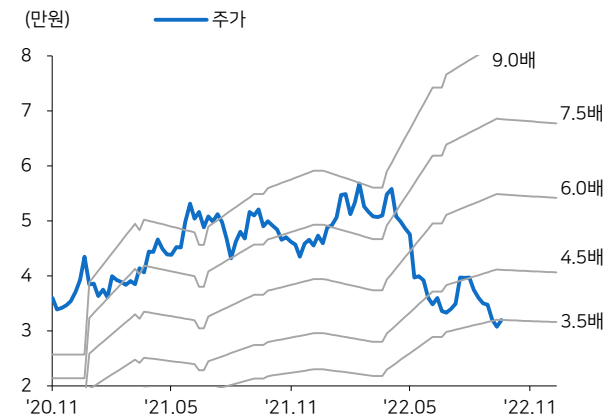
자료: SGC에너지, 메리츠증권 리서치센터

표2 SGC에너지 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	2,568.8	2,456.2	2,889.0	2,819.6	12.5%	14.8%
영업이익	204.4	238.0	208.6	242.8	2.0%	2.0%
영업이익률	8.0%	9.7%	7.2%	8.6%	-0.7%p	-1.1%p
당기순이익	138.8	161.6	136.6	163.5	-1.6%	1.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SGC에너지 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 SGC에너지 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
SMP (원/kWh)	76.8	79.5	93.5	125.9	181.5	157.4	192.3	230.0	68.7	93.9	190.3	160.2
두바이유 (천원/배럴)	66.8	75.1	83.0	92.7	115.3	136.2	129.8	123.2	49.6	79.4	126.1	111.0
REC 판매 (만개)	25.0	18.0	0.0	40.0	112.4	142.5	80.0	80.0	150.1	83.0	414.9	376.3
탄소배출권 판매 (만톤)	35.0	73.0	38.0	28.0	0.0	0.0	0.0	40.0	145.8	174.0	40.0	120.0
매출	416.0	422.8	394.8	664.8	620.4	669.2	721.7	877.6	3,312.5	1,898.4	2,889.0	2,819.6
매출 성장률(% YoY)	1.5	-41.5	-56.0	-48.2	49.2	58.3	82.8	32.0	67.1	-42.7	52.2	-2.4
발전/에너지	96.2	96.7	104.5	192.5	286.6	256.0	297.6	346.2	507.4	490.0	1,186.3	1,064.3
건설/부동산	294.4	313.2	255.0	453.9	292.4	366.9	382.5	499.3	2,561.3	1,316.4	1,541.0	1,618.1
유리	70.2	68.8	51.7	63.2	69.3	70.9	72.4	75.8	281.3	253.9	288.4	289.9
조정	-44.8	-56.0	-16.4	-44.7	-27.8	-24.6	-30.7	-43.7	-37.6	-161.9	-126.8	-152.7
영업이익	30.9	30.3	28.2	62.8	74.0	21.5	43.0	70.1	29.6	152.2	208.6	242.8
영업이익률(%)	7.4	7.2	7.2	9.4	11.9	3.2	6.0	8.0	0.9	8.0	7.2	8.6
영업이익 성장률(% YoY)	32.0	-24.2	149.9	흑전	139.2	-28.9	52.2	11.6	-62.1	413.8	37.0	16.4
발전/에너지	18.7	11.1	16.2	32.5	54.6	5.7	31.1	49.7	62.8	78.5	141.1	167.6
건설/부동산	12.7	20.7	14.1	24.1	22.9	10.5	10.3	17.5	-36.7	71.5	61.1	64.7
유리	1.2	1.9	-1.5	-2.2	0.8	1.1	1.4	2.3	6.6	-0.5	5.6	5.8
조정	-1.8	-3.3	-0.6	8.4	-4.3	4.2	0.1	0.7	-3.1	2.7	0.7	4.7
금융손익	-6.6	-5.6	-5.5	-8.4	-0.3	-10.5	-5.9	-5.0		-26.1	-21.7	-20.3
기타손익	1.9	-1.0	1.9	3.3	0.8	-2.1	0.6	0.7		6.1	0.1	2.9
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	9.0	37.7	65.8		132.2	186.9	225.5
법인세비용	5.4	7.9	6.5	13.8	20.2	1.6	10.4	18.1		33.7	50.2	62.0
법인세율(%)	20.7	33.6	26.6	23.8	27.1	17.6	27.5	27.5		27.5	27.5	27.5
당기순이익	20.8	15.7	18.1	44.0	54.2	7.4	27.3	47.7		98.5	136.6	163.5
순이익률(%)	5.0	3.7	4.6	6.6	8.7	1.1	3.8	5.4		5.2	4.7	5.8
순이익 성장률(% YoY)	38.5	-63.9	-70.9	흑전	161.0	-53.0	51.4	8.5		0.8	38.7	19.6
지배순이익	13.6	3.8	10.1	32.5	36.0	-0.8	22.7	39.4		59.9	97.3	132.9

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	2,889.0	2,819.6	2,748.9
매출액증가율 (%)	-62.5	1,681.7	52.2	-2.4	-2.5
매출원가	93.0	1,642.3	2,546.5	2,407.6	2,308.9
매출총이익	13.5	256.1	342.5	412.0	440.0
판매관리비	6.5	103.9	133.9	169.2	164.9
영업이익	7.0	152.2	208.6	242.8	275.1
영업이익률	6.6	8.0	7.2	8.6	10.0
금융손익	-4.8	-26.1	-21.7	-20.3	-17.3
중속/관계기업손익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	14.2	6.1	0.1	2.9	1.9
세전계속사업이익	33.8	132.2	186.9	225.5	259.7
법인세비용	2.1	33.7	50.2	62.0	71.4
당기순이익	31.7	98.5	136.7	163.5	188.3
지배주주지분 손이익	31.7	59.9	97.4	132.9	157.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-23.6	117.0	664.5	69.1	287.4
당기순이익(손실)	31.7	98.5	136.7	163.5	188.3
유형자산상각비	16.2	106.0	116.4	108.2	99.2
무형자산상각비	0.1	1.2	1.7	1.7	1.4
운전자본의 증감	-45.6	-115.3	438.9	-204.3	-1.5
투자활동 현금흐름	83.9	-17.0	-60.3	-1.3	-3.4
유형자산의증가(CAPEX)	-37.6	-129.6	-35.9	-6.0	-6.0
투자자산의감소(증가)	171.9	0.4	-20.1	2.4	0.4
재무활동 현금흐름	15.5	-72.9	-82.9	-86.1	-66.5
차입금의 증감	1,088.5	-64.3	-35.2	-64.5	-44.9
자본의 증가	454.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	75.8	26.4	520.8	-18.3	217.5
기초현금	98.9	174.7	201.0	721.8	703.4
기말현금	174.7	201.0	721.8	703.4	920.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	979.5	829.8	1,170.6	1,302.2	1,510.3
현금및현금성자산	174.7	201.0	721.8	703.4	920.9
매출채권	102.6	133.5	195.0	271.1	267.6
재고자산	150.5	184.3	195.0	271.1	267.6
비유동자산	1,695.9	1,761.8	1,678.6	1,572.3	1,477.3
유형자산	1,451.3	1,486.0	1,395.0	1,292.9	1,199.7
무형자산	8.3	9.5	11.7	10.0	8.6
투자자산	43.3	42.9	63.1	60.7	60.3
자산총계	2,675.4	2,591.6	2,849.2	2,874.5	2,987.6
유동부채	1,385.6	1,115.8	1,283.7	1,187.0	1,134.2
매입채무	259.6	265.7	350.8	325.1	320.8
단기차입금	639.7	427.2	418.8	386.3	356.3
유동성장기부채	169.6	189.7	206.4	190.4	175.6
비유동부채	612.0	736.4	711.7	691.9	691.1
사채	254.5	314.7	270.9	255.9	255.9
장기차입금	235.0	311.3	308.7	308.7	308.7
부채총계	1,997.6	1,852.1	1,995.4	1,878.8	1,825.3
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	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	92.7	130.5	207.0	318.3	453.8
비지배주주지분	105.4	139.6	177.1	207.7	238.9
자본총계	677.8	739.4	853.8	995.7	1,162.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	16,482	129,344	196,836	192,107	187,294
EPS(지배주주)	4,906	4,082	6,633	9,057	10,702
CFPS	4,082	18,087	21,902	24,226	25,728
EBITDAPS	3,615	17,672	22,252	24,026	25,597
BPS	39,004	40,865	46,104	53,688	62,918
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	3.8	3.2	4.7	4.7	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	11.6	4.8	3.5	3.0
PCR	9.6	2.6	1.5	1.3	1.2
PSR	2.4	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	1.0	1.2	0.7	0.6	0.5
EBITDA	23.4	259.4	326.6	352.6	375.7
EV/EBITDA	78.8	7.4	3.5	3.2	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	10.2	15.3	18.2	18.4
EBITDA 이익률	21.9	13.7	11.3	12.5	13.7
부채비율	294.7	250.5	233.7	188.7	157.0
금융비용부담률	4.8	1.8	1.3	1.1	1.0
이자보상배율(x)	1.4	4.6	5.6	8.0	9.6
매출채권회전율(x)	1.4	16.1	17.6	12.1	10.2
재고자산회전율(x)	1.0	11.3	15.2	12.1	10.2

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SGC 에너지 (005090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

