

2023. 1. 31



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 52,000 원

현재주가 (1.30) 31,600 원

상승여력 64.6%

KOSPI 2,450.47pt

시가총액 4,638억원

발행주식수 1,468만주

유동주식비율 41.24%

외국인비중 4.33%

52주 최고/최저가 57,200원/29,600원

평균거래대금 11.8억원

주요주주(%)

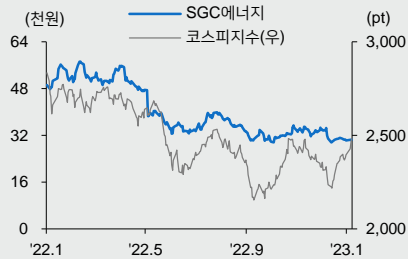
이우성 외 9 인 56.93

주가상승률(%)

1개월 2.1 6개월 -9.5 12개월 -37.5

절대주가 -6.8 -9.4 -32.1

주가그래프



SGC에너지 005090

4Q22 Review: 상한제에 맞아도 이 정도

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 664억원을 기록하면서 컨센서스(759억원)를 하회
- ✓ 건설 부문의 적전을 제외하면 발전 부문은 원가 개선으로 기대 이상의 호실적
- ✓ SMP 상한제 효과 2H23부터 사라질 전망이며, 2023년 감익 가능성도 제한적
- ✓ SGC이테크건설 미분양 우려 마지막 리스크지만 그 규모가 크지는 않음
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 52,000원을 유지

건설 부문 마진 악화를 제외, 핵심인 발전 사업은 예상을 뛰어넘는 호실적

4Q22 연결 영업이익은 664억원(+42.0% QoQ)을 기록하면서 컨센서스(759억원)를 하회했다. 건설 부문이 플랜트 원가율 악화로 적자전환했던 것이 가장 큰 원인이었다. 그러나 핵심인 발전 부문은 당사의 기대치(700억원 내외)를 뛰어넘는 호실적을 기록했다. SMP 상승 및 석탄, 우드펠릿 가격 하락이 주요 요인이었다. 1Q23에는 건설 부문의 흑자 전환이 예상되며, 발전 부문 역시 탄소배출권 판매 확대(2022년 0톤 → 2023년 80만톤)로 SMP 상한제 영향을 최소화할 전망이다.

SMP상한제 영향 눈으로 확인. 서서히 해소되는 불확실성

SMP 상한제가 12월부터 시행되었으나 발전 부문이 실적 호조를 기록했다는 점은 의미가 크다. 주가 부진의 주요 요인이었던 상한제 영향이 생각보다 크지 않다는 점을 눈으로 확인했기 때문이다. SMP 상한제 영향은 빠르면 2Q23, 늦어도 3Q23부터 소멸될 예정이며, 2023년 평가 하락에도 불구하고 C 감소, Q 증가 효과로 인해 감익 우려는 제한적이다. 저평가의 가장 큰 요인들이 제거되고 있는 셈이다.

건설 부문 리스크 해소 확인 이후 적극적 매수 전략 필요

투자의견 Buy, 적정주가 52,000원을 유지한다. 2023년 기준 3.4배의 PER은 글로벌 Peer들의 10~15배 대비 심각하게 저평가된 수준이다. SGC이테크건설의 미분양 우려가 마지막 리스크지만, SGC에너지의 민간시행사에 대한 지급보증 규모는 1,000억원 미만이다. 유사 시에도 이테크건설의 풍부한 순현금(1,300억원)을 기반으로 타격을 최소화할 수 있다. 이테크건설에 대한 800억원 금전대여가 원활히 상환된다면(만기 2월 28일), 유동성 개선에 대한 증거로 볼 수 있다.

(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
2022P	2,823.1	208.6	122.0	8,310	53.8	47,797	3.7	0.6	4.8	18.7	228.9
2023E	2,801.4	216.8	132.4	9,018	-2.6	55,244	3.5	0.6	4.8	17.5	193.5
2024E	2,577.8	248.1	153.0	10,423	19.5	64,097	3.0	0.5	3.9	17.5	159.6

표1 SGC에너지 4Q22 실적 Review

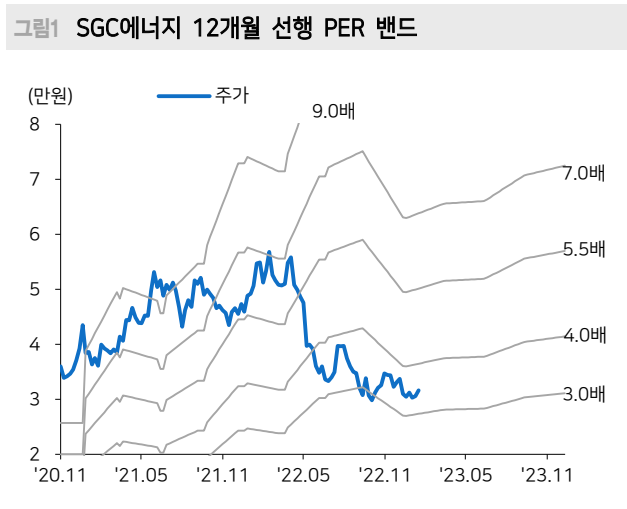
(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	825.8	664.8	24.2	707.6	16.7	820.3	0.7	877.6	-5.9
영업이익	66.4	62.8	5.7	46.8	42.0	75.9	-12.5	70.1	-5.3
세전이익	80.1	57.7	38.8	34.8	130.2	69.1	15.9	65.8	21.7
순이익	64.4	32.5	97.8	22.3	188.2	45.3	42.2	39.4	63.5

자료: SGC에너지, 메리츠증권 리서치센터

표2 SGC에너지 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	2,889.0	2,819.6	2,823.1	2,801.4	-2.3%	-0.6%
영업이익	208.6	242.8	208.6	216.8	0.0%	-10.7%
영업이익률	7.2%	8.6%	7.4%	7.7%	0.2%p	-0.9%p
당기순이익	136.6	163.5	151.8	147.4	11.1%	-9.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 SGC에너지 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
주요 가정												
SMP (원/kWh)	181.5	157.4	194.3	250.0	170.0	180.0	160.0	160.0	93.9	195.8	167.5	160.0
두바이유 (천원/배럴)	115.3	136.2	129.8	123.2	115.9	112.9	108.9	106.4	79.4	126.1	111.0	0.0
REC 판매 (만개)	112.4	142.5	73.4	90.0	97.8	126.5	80.6	94.4	83.0	418.3	399.3	399.3
탄소배출권 판매 (만톤)	0.0	0.0	0.0	0.0	30.0	10.0	10.0	30.0	174.0	0.0	80.0	120.0
매출	620.4	669.2	707.6	825.8	592.4	673.6	714.6	820.8	1,898.4	2,823.1	2,801.4	2,577.8
매출 성장률(% YoY)	49.2	58.3	79.2	24.2	-4.5	0.7	1.0	-0.6	-42.7	48.7	-0.8	-8.0
발전/에너지	286.6	256.0	263.1	313.2	221.1	216.9	217.3	241.7	490.0	1,118.8	897.1	858.1
건설/부동산	292.4	366.9	400.7	471.7	336.2	422.0	460.8	542.5	1,316.4	1,531.7	1,761.5	1,552.0
유리	69.3	70.9	70.3	76.0	69.7	71.2	70.7	76.2	253.9	286.5	287.8	289.2
조정	-27.8	-24.6	-26.4	-35.1	-34.6	-36.5	-34.2	-39.6	-161.9	-113.9	-144.9	-121.5
영업이익	74.0	21.5	46.8	66.4	47.1	52.3	50.0	67.4	152.2	208.6	216.8	248.1
영업이익률(%)	11.9	3.2	6.6	8.0	7.9	7.8	7.0	8.2	8.0	7.4	7.7	9.6
영업이익 성장률(% YoY)	139.2	-28.9	65.6	5.7	-36.3	143.1	7.0	1.6	413.8	37.0	3.9	14.4
발전/에너지	54.6	5.7	40.1	74.5	44.0	46.4	38.7	48.6	78.5	174.9	177.8	195.4
건설/부동산	22.9	10.5	9.0	-7.4	1.7	4.2	9.2	16.3	71.5	35.0	31.4	46.6
유리	0.8	1.1	-1.4	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	-0.5	1.5	5.8	5.8
조정	-4.3	4.2	-0.9	-1.8	0.0	0.2	0.7	1.0	2.7	-2.8	1.9	0.3
금융손익	-0.3	-10.5	-11.5	-7.1	-7.0	-6.9	-6.8	-6.8	-26.1	-29.4	-27.6	-25.1
기타손익	0.8	-2.1	-0.4	20.3	3.1	3.2	3.8	4.0	6.1	18.6	14.1	19.9
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	0.0
세전이익	74.5	9.0	34.8	80.1	43.1	48.6	47.0	64.7	132.2	198.3	203.4	242.9
법인세비용	20.2	1.6	4.7	20.0	11.9	13.4	12.9	17.8	33.7	46.5	55.9	66.8
법인세율(%)	27.1	17.6	13.6	24.9	27.5	27.5	27.5	27.5	13.6	24.9	27.5	27.5
당기순이익	54.2	7.4	30.1	60.1	31.3	35.2	34.1	46.9	98.5	151.8	147.4	176.1
순이익률(%)	8.7	1.1	4.2	7.3	5.3	5.2	4.8	5.7	5.2	5.4	5.3	6.8
순이익 성장률(% YoY)	161.0	-53.0	66.6	36.8	-42.3	377.2	13.3	-22.0	0.8	54.2	-2.9	19.5
지배순이익	36.0	-0.8	22.3	64.4	30.5	33.2	29.7	39.0	59.9	122.0	132.4	153.0

자료: SGC에너지, 메리츠증권 리서치센터

SGC 에너지 (005090)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	106.6	1,898.4	2,823.1	2,801.4	2,577.8
매출액증가율 (%)	-62.5	1,681.7	48.7	-0.8	-8.0
매출원가	93.0	1,642.3	2,503.8	2,416.5	2,175.1
매출총이익	13.5	256.1	319.3	384.9	402.8
판매관리비	6.5	103.9	110.7	168.1	154.7
영업이익	7.0	152.2	208.6	216.8	248.1
영업이익률	6.6	8.0	7.4	7.7	9.6
금융손익	-4.8	-26.1	-29.5	-27.6	-25.1
중속/관계기업손익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	14.2	6.1	18.6	14.1	19.9
세전계속사업이익	33.8	132.2	197.8	203.4	242.9
법인세비용	2.1	33.7	46.4	55.9	66.8
당기순이익	31.7	98.5	151.4	147.4	176.1
지배주주지분 순이익	31.7	59.9	122.0	132.4	153.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	979.5	829.8	1,147.6	1,256.7	1,366.0
현금및현금성자산	174.7	201.0	292.3	225.9	390.6
매출채권	102.6	133.5	183.5	273.6	248.1
재고자산	150.5	184.3	183.5	273.6	248.1
비유동자산	1,695.9	1,761.8	1,708.8	1,657.2	1,609.2
유형자산	1,451.3	1,486.0	1,417.1	1,367.3	1,323.3
무형자산	8.3	9.5	13.2	11.6	10.1
투자자산	43.3	42.9	57.8	57.7	55.1
자산총계	2,675.4	2,591.6	2,856.4	2,913.9	2,975.1
유동부채	1,385.6	1,115.8	1,279.3	1,227.9	1,142.2
매입채무	259.6	265.7	290.5	295.0	286.2
단기차입금	639.7	427.2	484.0	446.5	411.8
유동성장기부채	169.6	189.7	215.4	198.6	183.2
비유동부채	612.0	736.4	708.6	693.2	687.0
사채	254.5	314.7	271.0	256.0	256.0
장기차입금	235.0	311.3	305.4	305.4	305.4
부채총계	1,997.6	1,852.1	1,987.9	1,921.0	1,829.1
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	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	92.7	130.5	232.0	341.3	471.2
비지배주주지분	105.4	139.6	167.0	182.1	205.2
자본총계	677.8	739.4	868.5	992.9	1,146.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-23.6	117.0	263.8	87.5	299.6
당기순이익(손실)	31.7	98.5	151.4	147.4	176.1
유형자산상각비	16.2	106.0	118.4	116.1	111.6
무형자산상각비	0.1	1.2	1.6	1.7	1.4
운전자본의 증감	-45.6	-115.3	24.2	-177.7	10.4
투자활동 현금흐름	83.9	-17.0	-143.8	-61.5	-60.6
유형자산의증가(CAPEX)	-37.6	-129.6	-65.0	-66.3	-67.6
투자자산의감소(증가)	171.9	0.4	-14.9	0.2	2.6
재무활동 현금흐름	15.5	-72.9	-27.9	-92.4	-74.3
차입금의 증감	1,088.5	-64.3	34.0	-69.4	-51.2
자본의 증가	454.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	75.8	26.4	91.3	-66.4	164.7
기초현금	98.9	174.7	201.0	292.3	225.9
기말현금	174.7	201.0	292.3	225.9	390.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	16,482	129,344	192,348	190,869	175,636
EPS(지배주주)	4,906	4,082	8,310	9,018	10,423
CFPS	4,082	18,087	23,290	23,754	25,967
EBITDAPS	3,615	17,672	22,392	22,794	24,609
BPS	39,004	40,865	47,797	55,244	64,097
DPS	1,500	1,500	1,600	1,600	1,600
배당수익률(%)	3.8	3.2	5.2	5.1	5.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	11.6	3.7	3.5	3.0
PCR	9.6	2.6	1.3	1.3	1.2
PSR	2.4	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	1.0	1.2	0.6	0.6	0.5
EBITDA	23.4	259.4	328.7	334.5	361.2
EV/EBITDA	78.8	7.4	4.8	4.8	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	10.2	18.7	17.5	17.5
EBITDA 이익률	21.9	13.7	11.6	11.9	14.0
부채비율	294.7	250.5	228.9	193.5	159.6
금융비용부담률	4.8	1.8	1.5	1.1	1.2
이자보상배율(x)	1.4	4.6	5.0	6.8	8.2
매출채권회전율(x)	1.4	16.1	17.8	12.3	9.9
재고자산회전율(x)	1.0	11.3	15.4	12.3	9.9

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SGC 에너지 (005090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

