

# SK COMPANY Analysis



**나민식**

minsik@sk.com  
02-3773-9503

### Company Data

자본금	73 십억원
발행주식수	1,468 만주
자사주	11 만주
액면가	5,000 원
시가총액	463 십억원

주요주주	
이우성(외9)	56.93%
	%

외국인지분율	4.35%
배당수익률	4.8%

### Stock Data

주가(23/02/03)	31,550 원
KOSPI	2,480.40 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	57,200 원
52주 최저가	29,600 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.2%	-5.0%
6개월	-16.2%	-16.8%
12개월	-38.7%	-33.1%

## SGC 에너지 (005090/KS | 매수(유지) | T.P 40,000 원(유지))

**NDR 후기: 시총 4,600 억원 vs. 영업이익 2,000 억원**

- 전력도매가격 상한제 영향으로 PER 5.5 배까지 하락
- 상한제 지속은 명분 및 실익이 부족해서 23 년 하반기까지 지속하긴 어려움
- 23 년 10 월 탄소포집설비 완공으로 배출권 판매 및 이산화탄소 판매 수익 확보
- 23 년 매출액 2 조 7,900 억원(-1.2% YoY), 영업이익 2,080 억원(-0.3% YoY) 전망
- 전력 도매가격 167 원/kWh 가정한 추정치

### 전력 도매가격 상한제 계속될까?

당사는 2 월 2~3 일 양일간 NDR 을 진행했다. 기관투자자의 주요 관심 사항은 전력 도매가격 상한제 지속여부 그리고 탄소포집설비 진행 상황에 대해서 집중되었다. 상한제의 경우 정책을 지속하기 위한 명분 및 실익이 부족해서 23 년 하반기까지 지속될 가능성은 적어 보인다. 또한 탄소 포집 설비는 23 년 10 월 완공을 앞두고 있다. 연간 10 만 톤 이상 온실가스 감축으로 탄소 배출권 판매 및 이산화탄소 판매 수익이 확보될 것으로 예상된다. 관련된 매출액은 24 년에 인식될 예정이다.

### 상한제가 지속되기 어려운 이유

다음의 이유로 상한제가 지속되긴 어렵다고 판단한다. ① 한국전력 정상화를 명분으로 상한제를 시행했으나, 23 년 전기요금을 인상(+13.1 원/kWh, +10.7% YoY) 하면서 향후 정책을 지속할 명분이 부족하다. ② 전력도매가격 하락으로 상한제를 유지할 실익이 사라지고 있다. 전력도매가격 상한선은 약 160 원/kWh 에 형성되어 있다. 하지만 최근 천연가 가격 하락 영향으로 전력도매가격이 하락하고 있다. 23 년 상반기 전력도매가격은 180 원/kWh 로 상한선에 근접할 것으로 예상된다.

### PER 5.5 배, 주가는 저평가 상태에 있음

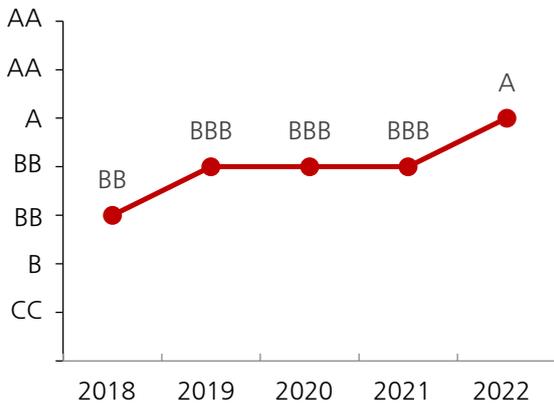
23 년 매출액 2 조 7,900 억원(-1.2% YoY), 영업이익 2,080 억원(-0.3% YoY)를 예상한다. 23 년 전력 도매가격이 167 원/kWh 에 형성 될 것을 가정했다. 탄소배출권 판매로 영업이익의 추정치 역시 상향될 가능성이 있다. 23 년 연간 판매 가능한 배출권은 총 200 만 톤(22 년 이월 100 만톤, 23 년 100 만톤)을 보유하고 있다. 배출권 가격에 따라서 30~80 억원 영업이익이 추가 될 수 있다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	십억원	284	107	1,898	2,823	2,790	2,548
yoy	%	7.1	-62.5	1,681.7	48.7	-1.2	-8.7
영업이익	십억원	1	7	152	209	208	131
yoy	%	0.0	525.8	2,069.5	37.0	-0.3	-37.1
EBITDA	십억원	29	23	259	308	300	216
세전이익	십억원	3	34	132	177	172	95
순이익(지배주주)	십억원	-0	32	60	85	84	46
영업이익률%	%	0.4	6.6	8.0	7.4	7.5	5.1
EBITDA%	%	10.1	21.9	13.7	10.9	10.7	8.5
EPS(계속사업)	원	734	2,161	4,082	5,761	5,717	3,149
PER	배	41.6	18.2	11.6	5.4	5.5	10.0
PBR	배	0.5	1.0	1.1	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	16.3	78.8	7.4	6.3	5.9	7.5
배당수익률	%	3.3	3.8	3.2	4.8	4.8	4.8
ROE	%	-0.1	7.5	10.2	13.4	12.1	6.3
순차입금	십억원	282	1,159	1,074	1,277	1,063	877
부채비율	%	122.6	294.7	250.5	278.3	243.1	216.6

## ESG 하이라이트

### SGC에너지 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refi	Bloomberg
<b>SGC에너지 종합 등급</b>	<b>A</b>	<b>N/A</b>	<b>36.5</b>
환경(Environment)	32.7	N/A	36.5
사회(Social)	42.6	N/A	36.5
지배구조(Governance)	56.9	N/A	36.5
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
한국가스공사	BBB	B+	N/A
한국전력	BBB	B+	N/A
삼천리	A	N/A	N/A
서울가스	BB	N/A	33.6

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 SGC에너지 ESG 평가

일련의 지배구조 논란이 있지만 ESG 관련 "지속가능경영보고서"를 발간해 공시하는 등 ESG 경영을 강화하는 기초를 보임.

자료: SK 증권

### SGC에너지 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
202106.02	녹색채권	29,000	2.182

자료: KRX, SK 증권

### SGC에너지 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.06.12	지배구조(Governance)	[단독] ..회계 오류로 주가 하락하면 배상해야"...삼광글라스 주주 승소
2021.06.04	지배구조(Governance)	SGC 이테크건설 소액주주 ..뿔났다... 의결권 3% 모아 주주행동 돌입
2020.05.20	지배구조(Governance)	합병비용 논란, 삼광글라스 기준시가 10% 할증
2020.05.06	지배구조(Governance)	DB 금투의 '리포트 미스터리' 삼광글라스 합병반대후 삭제
2020.04.06	지배구조(Governance)	합병 비용 두고 논란 커지는 삼광글라스
2020.03.06	지배구조(Governance)	좋은기업지배구조연구소, DB 손해보험 사외이사 선임 반대 "한화생명 검직, 이해 충돌"

자료: 주요 언론사, SK 증권

## Key Factors

	2021	2022P	2023E	2024E
SMP (원/kWh)	94	196	167	100
유연탄 가격 (USD/톤)	84	179	125	80
가동률 (%)	90%	81%	80%	80%

자료: SGC 에너지, SK 증권

## 실적추정

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,898</b>	<b>2,823</b>	<b>2,790</b>	<b>2,548</b>
발전/에너지	490	1,119	995	734
유리	254	262	254	252
건설 및 부동산	1,316	1,530	1,620	1,639
기타/연결조정	-162	-88	-79	-77
<b>영업비용</b>	<b>1,746</b>	<b>2,614</b>	<b>2,582</b>	<b>2,417</b>
발전/에너지	411	975	872	707
유리	254	261	253	251
건설 및 부동산	1,245	1,478	1,555	1,557
기타/연결조정	-165	-99	-98	-98
<b>영업이익</b>	<b>152</b>	<b>209</b>	<b>208</b>	<b>131</b>
영업이익률	8.0%	7.4%	7.5%	5.1%
<b>세전 순이익</b>	<b>132</b>	<b>177</b>	<b>172</b>	<b>95</b>
법인세	34	38	34	19
<b>순이익 (지배, 비지배 포함)</b>	<b>98</b>	<b>139</b>	<b>138</b>	<b>76</b>

자료: SGC 에너지, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	979	830	1,571	1,760	1,761
현금및현금성자산	175	201	282	486	598
매출채권 및 기타채권	377	372	553	546	499
재고자산	151	184	274	271	247
<b>비유동자산</b>	1,696	1,762	1,671	1,579	1,492
장기금융자산	43	43	51	51	49
유형자산	1,451	1,486	1,388	1,297	1,213
무형자산	8	10	8	8	7
<b>자산총계</b>	2,675	2,592	3,242	3,339	3,253
<b>유동부채</b>	1,386	1,116	1,629	1,611	1,476
단기금융부채	817	627	932	921	841
매입채무 및 기타채무	326	313	465	460	420
단기충당부채	10	51	76	75	68
<b>비유동부채</b>	612	736	756	755	749
장기금융부채	567	692	692	692	692
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	28	28	42	41	38
<b>부채총계</b>	1,998	1,852	2,385	2,366	2,226
<b>지배주주지분</b>	572	600	663	725	750
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	426	426	426	426	426
기타자본구성요소	-20	-30	-30	-30	-30
자기주식	-20	-30	-30	-30	-30
이익잉여금	93	131	193	256	280
비지배주주지분	105	140	194	248	278
<b>자본총계</b>	678	739	857	973	1,027
<b>부채와자본총계</b>	2,675	2,592	3,242	3,339	3,253

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	-19	142	184	233	177
당기순이익(손실)	32	98	139	138	76
비현금성항목등	-5	167	204	195	173
유형자산감가상각비	16	106	98	91	84
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	-22	60	105	103	88
운전자본감소(증가)	-46	-115	-56	2	15
매출채권및기타채권의감소(증가)	-30	-31	-181	7	47
재고자산의감소(증가)	6	-21	-90	3	23
매입채무및기타채무의증가(감소)	-6	6	152	-5	-40
기타	-15	-70	63	-2	-16
법인세납부	-0	-8	-38	-34	-19
<b>투자활동현금흐름</b>	84	-14	-31	-0	7
금융자산의감소(증가)	-0	5	-22	1	6
유형자산의감소(증가)	-38	-129	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-6	0	0	0
기타	122	117	-10	-1	1
<b>재무활동현금흐름</b>	11	-86	284	-33	-101
단기금융부채의증가(감소)	-14	-218	305	-11	-80
장기금융부채의증가(감소)	30	182	0	0	0
자본의증가(감소)	454	0	0	0	0
배당금지급	0	-22	-22	-22	-22
기타	-458	-28	-0	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	76	26	80	204	112
기초현금	99	175	201	282	486
기말현금	175	201	282	486	598
FCF	-57	12	184	233	177

자료 : SGC에너지, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	107	1,898	2,823	2,790	2,548
<b>매출원가</b>	93	1,642	2,515	2,453	2,296
<b>매출총이익</b>	14	256	308	337	252
매출총이익률(%)	12.7	13.5	10.9	12.1	9.9
<b>판매비와 관리비</b>	7	104	99	129	121
<b>영업이익</b>	7	152	209	208	131
영업이익률(%)	6.6	8.0	7.4	7.5	5.1
<b>비영업손익</b>	27	-20	-31	-36	-36
순금융손익	-5	-29	-65	-68	-68
외환관련손익	0	2	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	17	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	34	132	177	172	95
세전계속사업이익률(%)	31.7	7.0	6.3	6.2	3.7
<b>계속사업법인세</b>	2	34	38	34	19
<b>계속사업이익</b>	32	98	139	138	76
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	32	98	139	138	76
순이익률(%)	29.8	5.2	4.9	4.9	3.0
<b>지배주주</b>	32	60	85	84	46
지배주주귀속 순이익률(%)	29.8	3.2	3.0	3.0	1.8
<b>비지배주주</b>	0	39	54	54	30
<b>총포괄이익</b>	32	94	139	138	76
<b>지배주주</b>	32	58	86	85	47
<b>비지배주주</b>	0	36	53	53	29
<b>EBITDA</b>	23	259	308	300	216

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-62.5	1,681.7	48.7	-1.2	-8.7
영업이익	525.8	2,069.5	37.0	-0.3	-37.1
세전계속사업이익	931.6	291.2	34.2	-2.8	-44.9
EBITDA	-18.8	1,010.0	18.6	-2.6	-28.0
EPS	194.6	88.9	41.1	-0.8	-44.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	1.9	3.7	4.8	4.2	2.3
ROE	7.5	10.2	13.4	12.1	6.3
EBITDA마진	21.9	13.7	10.9	10.7	8.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	70.7	74.4	96.4	109.2	119.3
부채비율	294.7	250.5	278.3	243.1	216.6
순차입금/자기자본	171.0	145.3	149.1	109.2	85.3
EBITDA/이자비용(배)	4.5	7.8	4.7	4.4	3.2
배당성향	69.2	36.1	25.6	25.8	46.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,161	4,082	5,761	5,717	3,149
BPS	40,394	42,919	47,207	51,452	53,129
CFPS	3,275	11,382	12,514	11,964	8,929
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	18.2	11.6	5.4	5.5	10.0
PBR	1.0	1.1	0.7	0.6	0.6
PCR	12.0	4.2	2.5	2.6	3.5
EV/EBITDA	78.8	7.4	6.3	5.9	7.5
배당수익률	3.8	3.2	4.8	4.8	4.8

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2022.11.25	매수	40,000원	6개월	



**Compliance Notice**

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 02월 06일 기준)**

매수	90.65%	중립	6.54%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------