

2021. 10. 28



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

## Not Rated

적정주가 (12개월)	-원
현재주가 (10/27)	47,700 원
상승여력	-
KOSPI	3,025.49pt
시가총액	7,001억원
발행주식수	1,468만주
유동주식비율	41.23%
외국인비중	1.25%
52주 최고/최저가	55,400원/33,100원
평균거래대금	47.3억원
주요주주(%)	
이우성 외 10인	56.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.9	5.0	22.5
상대주가	-4.6	11.5	-5.7

### 주가그래프



# SGC에너지 005090

## 3Q21 Review: 2022 년을 향한 원기옥

- ✓ 3Q21 연결 영업이익은 273억원을 기록하며 컨센서스(212억원)를 상회
- ✓ REC 매출이 전무했음에도 불구하고 SMP 상승 및 탄소배출권 판매가 긍정적 영향
- ✓ 2022년은 유가 및 SMP 상승과 함께 REC, 탄소배출권 가격도 동반 상승 전망
- ✓ 전소전환과 SGC그린파워 증설 효과도 2022년부터 온기 반영되기 시작
- ✓ 석탄 가격 상승 리스크 최근 해소 중. PER 6배 저평가 매력에 주목 필요

### 3Q21 실적 발표: 보이는 것보다도 더 호실적

3Q21 연결 영업이익은 273억원(-9.9% QoQ)을 기록하며 컨센서스(212억원)를 상회, 당사 추정치(263억원)에 부합했다. 핵심인 발전/에너지 사업부문은 약 163억원의 영업이익을 기록한 것으로 추정한다. RPS 비율 조정을 앞두고 REC 판매를 이연하면서 REC 매출이 전무했음에도 불구하고 SMP가 예상보다 가파르게 상승했고, 탄소배출권 판매로 약 130억원의 이익을 올리면서 당사의 기대치에 부합한 이익 수준을 기록했다. 이연된 REC 물량은 4Q21에 소화될 예정이다.

### 2022년: 유가 오르고, REC 오르고, 탄소배출권 오르고, CAPA도 증가하고

10월까지 유가가 우상향을 멈추지 않고 있다. 이는 최소 1Q22까지 동사의 전력판가(SMP) 상승이 이어질 것임을 시사한다. 당사는 2022년 내 WTI 기준 80달러 초반의 유가가 유지된다는 가정 하에 2022년 평균 SMP가 +39% YoY 상승할 것으로 보고 있다. 또한 최근 RPS 상향안이 입법 예고 되었는데, 이를 통해 2022년 RPS 비율이 기존 10%에서 12.5%로 상향 조정되고 REC가격도 동반 상승할 전망이 높다. 최근 이어지고 있는 탄소배출권 가격 상승도 기대할만한 부분이다. 한편, 3Q21 완료된 전소전환(60MW)과 11월부터 가동되는 SGC그린파워의 증설 효과로 동사의 전력 생산능력은 +20%, REC 생산량은 두배 이상 증가할 전망이다.

### 리스크 요인은 완화되는 시점. PER 6.1배 저평가 매력 부각

투자 리스크였던 발전용 유연탄 가격의 상승은 전소전환을 통해 완화되었으며, 최근 중국 정부의 석탄 가격 규제도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 2022년 기준 PER은 6.1배로, 국내 동종사인 지역난방공사(7.5배) 대비 저평가되어있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	284.2	1.1	-0.2	-41	-103.7	56,341	-745.7	0.5	16.3	-0.1	122.6
2020	106.6	7.0	26.2	4,054	4,513.2	38,628	9.7	1.0	78.6	6.2	299.0
2021E	1,799.4	148.5	56.6	3,858	59.0	40,545	12.4	1.2	7.8	9.7	192.0
2022E	2,253.1	219.0	115.0	7,837	65.4	46,909	6.1	1.0	5.7	17.9	155.4
2023E	2,198.2	155.4	81.1	5,526	-31.3	50,079	8.6	1.0	7.5	11.4	136.7

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	393.9	898.0	-56.1	422.8	-6.8	391.5	0.6	902.8	-56.4
영업이익	27.2	70.3	-61.3	30.3	-10.1	21.2	28.3	26.3	3.4
세전이익	19.8	0.0	N/A	23.6	-16.1	13.7	44.8	13.7	44.8
순이익	10.1	0.0	N/A	3.8	169.2	0.0	N/A	14.7	-31.3

자료: SGC에너지, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>주요 가정</b>												
SMP(원/kWh)	83.3	72.4	63.4	55.8	76.8	79.5	90.8	104.6	90.5	68.7	87.9	121.9
두바이유(천원/배럴)	60.3	37.3	51.0	49.9	66.9	75.2	83.0	96.2	74.0	49.6	80.3	96.1
<b>매출</b>	<b>409.8</b>	<b>722.1</b>	<b>898.0</b>	<b>1,282.5</b>	<b>416.0</b>	<b>422.8</b>	<b>393.9</b>	<b>566.7</b>	<b>1,982.7</b>	<b>3,312.5</b>	<b>1,799.4</b>	<b>2,253.1</b>
매출 성장률(% YoY)	480.7	21.8	96.4	184.3	1.5	-41.5	-56.1	-55.8	8.1	67.1	-45.7	25.2
발전/에너지	121.6	212.7	80.7	92.4	96.2	96.7	104.5	156.7	481.7	507.4	454.3	731.9
건설/부동산	209.0	467.6	749.3	1,135.4	294.4	313.2	254.5	374.7	1,282.1	2,561.3	1,236.7	1,360.4
유리	83.6	61.1	68.2	68.4	70.2	68.8	48.7	58.1	284.2	281.3	245.8	247.0
조정	-4.4	-19.3	-0.2	-13.7	-44.8	-56.0	-13.8	-22.8	-65.3	-37.6	-137.4	-86.2
<b>영업이익</b>	<b>23.4</b>	<b>60.2</b>	<b>70.3</b>	<b>-33.8</b>	<b>30.9</b>	<b>30.3</b>	<b>27.2</b>	<b>60.1</b>	<b>78.1</b>	<b>120.1</b>	<b>148.5</b>	<b>218.9</b>
영업이익률(%)	5.7	8.3	7.8	-2.6	7.4	7.2	6.9	10.6	3.9	3.6	8.3	9.7
영업이익 성장률(% YoY)	흑전	155.0	742.3	적전	32.0	-49.7	-61.3	흑전	-8.2	53.8	23.7	47.5
발전/에너지	17.9	59.6	60.8	2.0	18.7	11.0	16.3	36.4	68.9	140.2	82.4	147.0
건설/부동산	1.5	0.6	11.2	-36.8	12.7	21.2	14.1	26.6	8.4	-23.4	74.6	83.0
유리	3.2	1.2	0.9	1.4	1.2	1.9	-2.1	0.6	1.1	6.6	1.6	2.5
조정	0.9	-1.1	-2.7	-0.4	-1.8	-3.8	-1.1	-3.4	-0.3	-3.4	-10.1	-13.5
금융손익					-6.6	-5.6	-7.4	-7.2	-12.5		-26.7	-23.3
기타손익					1.9	-1.0	0.0	0.0	2.1		0.8	0.0
종속,지배,관계기업 손익					0.0	0.0	0.0	0.0	12.6		0.0	0.0
<b>세전이익</b>					<b>26.2</b>	<b>23.6</b>	<b>19.8</b>	<b>52.9</b>	<b>3.3</b>		<b>122.6</b>	<b>195.7</b>
법인세비용					5.4	7.9	4.0	10.6	-0.9		27.9	39.1
법인세율(%)					20.7	33.6	20.0	20.0	-27.9		20.0	20.0
<b>당기순이익</b>					<b>20.8</b>	<b>15.7</b>	<b>15.9</b>	<b>42.3</b>	<b>0.4</b>		<b>94.7</b>	<b>156.5</b>
순이익률(%)					5.0	3.7	4.0	7.5	0.0		5.3	6.9
순이익 성장률(% YoY)					N/A	N/A	N/A	N/A	흑전		N/A	65.4
<b>지배순이익</b>					<b>13.6</b>	<b>3.8</b>	<b>10.1</b>	<b>29.2</b>	<b>-0.2</b>		<b>56.6</b>	<b>115.0</b>

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>284.2</b>	<b>106.6</b>	<b>1,799.4</b>	<b>2,253.1</b>	<b>2,198.2</b>
매출액증가율 (%)	7.1	-62.5	1,588.8	25.2	-2.4
매출원가	253.9	93.0	1,544.8	1,899.0	1,910.9
매출총이익	30.4	13.5	254.6	354.1	287.3
판매관리비	29.2	6.5	106.1	135.2	131.9
<b>영업이익</b>	<b>1.1</b>	<b>7.0</b>	<b>148.5</b>	<b>219.0</b>	<b>155.4</b>
영업이익률	0.4	6.6	8.3	9.7	7.1
금융손익	-12.5	-4.8	-26.7	-23.3	-20.9
중속/관계기업손익	12.6	15.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.1	10.5	0.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	3.3	28.0	122.6	195.7	134.5
법인세비용	-0.9	1.8	27.9	39.1	26.9
<b>당기순이익</b>	<b>0.4</b>	<b>26.2</b>	<b>94.7</b>	<b>156.5</b>	<b>107.6</b>
지배주주지분 손이익	-0.2	26.2	56.6	115.0	81.1

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>178.0</b>	<b>978.3</b>	<b>460.8</b>	<b>624.9</b>	<b>716.8</b>
현금및현금성자산	8.1	174.7	144.7	284.8	250.4
매출채권	49.4	102.6	125.9	139.2	203.6
재고자산	71.5	150.5	125.9	139.2	203.6
<b>비유동자산</b>	<b>517.9</b>	<b>1,687.4</b>	<b>1,673.9</b>	<b>1,587.0</b>	<b>1,505.5</b>
유형자산	162.5	1,451.3	1,418.8	1,331.3	1,252.1
무형자산	0.1	8.3	13.8	11.9	10.2
투자자산	215.3	43.3	52.0	54.6	53.9
<b>자산총계</b>	<b>695.9</b>	<b>2,665.7</b>	<b>2,134.8</b>	<b>2,211.9</b>	<b>2,222.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>349.5</b>	<b>1,385.6</b>	<b>640.0</b>	<b>590.3</b>	<b>544.5</b>
매입채무	16.3	259.6	0.0	0.0	0.0
단기차입금	169.6	639.7	519.9	479.6	442.3
유동성장기부채	106.5	169.6	120.1	110.7	102.1
<b>비유동부채</b>	<b>33.8</b>	<b>612.0</b>	<b>763.8</b>	<b>755.7</b>	<b>738.9</b>
사채	0.0	254.5	348.3	333.3	318.3
장기차입금	15.0	235.0	274.5	274.5	274.5
<b>부채총계</b>	<b>383.3</b>	<b>1,997.6</b>	<b>1,403.8</b>	<b>1,346.0</b>	<b>1,283.4</b>
자본금	24.3	73.4	73.4	73.4	73.4
자본잉여금	21.6	426.5	426.4	426.4	426.4
기타포괄이익누계액	-4.6	0.3	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	234.2	87.2	122.5	215.9	262.4
비지배주주지분	39.1	101.1	135.9	177.4	203.9
<b>자본총계</b>	<b>312.6</b>	<b>668.1</b>	<b>731.0</b>	<b>865.9</b>	<b>938.9</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>6.1</b>	<b>-23.6</b>	<b>156.6</b>	<b>232.5</b>	<b>63.9</b>
당기순이익(손실)	0.4	26.2	94.7	156.5	107.6
유형자산상각비	27.7	16.2	101.4	93.6	85.2
무형자산상각비	0.0	0.1	1.7	1.9	1.7
운전자본의 증감	-5.7	-45.6	-47.2	-19.6	-130.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>75.2</b>	<b>83.9</b>	<b>-106.8</b>	<b>-6.1</b>	<b>-2.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-5.9	-37.6	-81.3	-6.0	-6.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	171.9	-8.7	-2.6	0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-84.9</b>	<b>15.5</b>	<b>-79.5</b>	<b>-86.3</b>	<b>-95.4</b>
차입금의 증감	-80.4	1,088.5	-45.5	-64.7	-60.8
자본의 증가	0.0	454.0	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.5	75.8	-30.0	140.1	-34.4
기초현금	11.6	98.9	174.7	144.7	284.8
기말현금	8.1	174.7	144.7	284.8	250.4

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	58,554	16,482	122,599	153,512	149,770
EPS(지배주주)	-41	4,054	3,858	7,837	5,526
CFPS	4,054	4,082	17,142	21,425	16,505
EBITDAPS	5,928	3,615	17,140	21,425	16,505
BPS	56,341	38,628	40,545	46,909	50,079
DPS	1,000	1,500	1,500	2,400	2,400
배당수익률(%)	3.3	3.8	3.1	5.0	5.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-745.7	9.7	12.4	6.1	8.6
PCR	7.5	9.6	2.8	2.2	2.9
PSR	0.5	2.4	0.4	0.3	0.3
PBR	0.5	1.0	1.2	1.0	1.0
EBITDA	28.8	23.4	251.6	314.5	242.3
EV/EBITDA	16.3	78.6	7.8	5.7	7.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	6.2	9.7	17.9	11.4
EBITDA 이익률	10.1	21.9	14.0	14.0	11.0
부채비율	122.6	299.0	192.0	155.4	136.7
금융비용부담률	4.4	4.8	1.8	1.4	1.4
이자보상배율(x)	0.1	1.4	4.7	6.9	5.2
매출채권회전율(x)	4.8	1.4	15.7	17.0	12.8
재고자산회전율(x)	3.9	1.0	13.0	17.0	12.8

**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 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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율