2022. 1. 19

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

SGC에너지 005090

발전소 전성 시대

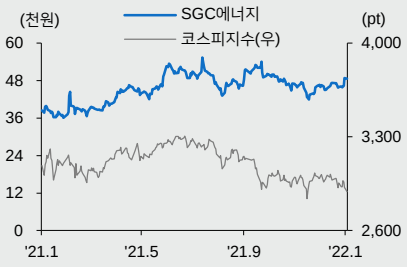
- ✓ 4Q21 연결 영업이익은 628억원을 기록하며 컨센서스(575억원)를 소폭 상회할 전망
- ✓ REC 판매가 일부 이연되었으나, SMP 상승 및 건설 부문의 이익 개선이 호재
- ✓ 판가를 대변하는 SMP는 6개월 이전 대비 +76.5% 상승. 2022년 호실적 지속
- ✓ 판가 상승에 더해 REC 판매 증가, 탄소배출권 판가 상승, 증설 등이 긍정적
- ✓ 2022년 지배순이익 기준 PER은 5.7배. Peer 및 역사적 밸류에이션 대비 저평가

Not rated

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (1.18)	49,350 원
상승여력	-
KOSPI	2,864.24pt
시가총액	7,243억원
발행주식수	1,468만주
유동주식비율	41.30%
외국인비중	2.10%
52주 최고/최저가	55,400원/36,100원
평균거래대금	20.8억원
주요주주(%)	
이우성 외 10 인	56.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	-2.9	30.9
상대주가	11.7	11.1	37.7

주가그래프



4Q21, 전분기 대비 두배 성장

4Q21 연결 영업이익은 628억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스(575억원)를 소폭 상회할 전망이다. REC 판매량 기존 계획(100만 REC) 대비 적었음에도 불구하고 SMP 상승에 따른 발전 부문의 이익 개선, 자체 사업 인식에 따른 건설 부문의 마진 개선이 전 분기 대비 큰 폭의 이익 상승(+131% QoQ)으로 이어졌다. REC 판매가 예상보다 부진한 원인은 장기 공급 계약 수요 증가에 따라 일부분을 판매 이연시켰기 때문으로, 이연된 REC물량은 2022년에 판매될 가능성이 높다.

일회성이 아닌 호실적

주요 실적 지표인 SMP는 1월 19일까지 월평균 153.6원/kWh을 기록하며 6개월 전 대비 +76.5% 증가한 모습을 보여주고 있다. 80달러를 상회하는 유가가 상반기까지 유지된다면 2022년 내내 1Q22와 비슷한 수준의 SMP가 유지된다고 봐야 한다. 당사는 4Q22 평균 120원/kWh 수준으로 SMP가 안정화된다고 가정하더라도, 2022년 전사 영업이익 2,147억원(+42% YoY), 발전 부문 영업이익 1,790억원(+100.6% YoY, SGC그린파워 포함)이 가능하다고 본다. 판가 상승에 더해 혼소 전환에 따른 REC 판매 증가, 탄소배출권 판가 상승, 증설 효과 등이 이익 증가에 기여할 전망이다.

실적 개선세 대비 저평가 국면 진입

지배구조 개편 이전 舊삼광글라스의 주가는 SMP와 동행하는 모습을 보여왔다. 최근 SMP 상승에 따른 주가 상승을 기대할 수 있는 부분이다. 2022년 예상 지배순이익 기준 PER은 약 5.7배이다. 舊삼광글라스 및 현재 지역난방공사가 10배 내외에서 거래되었다는 점을 감안하면 저평가 국면에 진입했다는 판단이다.

(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	1,815.4	152.3	59.2	4,034	65.6	40,524	11.7	1.2	7.8	10.2	200.7
2022E	2,314.2	214.7	126.1	8,592	55.5	47,545	5.7	1.0	5.9	19.5	163.5
2023E	2,250.6	173.0	94.8	6,457	-20.6	51,941	7.6	1.0	7.0	13.0	141.3

표1 SGC에너지 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	581.8	1,282.5	-54.6	393.9	47.7	576.7	0.9
영업이익	62.8	-45.0	흑전	27.2	131.1	57.5	9.4
세전이익	55.1			24.6	123.8	71.1	-22.6
지배순이익	31.8			10.1	216.3	42.0	-24.1

자료: SGC에너지, 메리츠증권 리서치센터

표2 SGC에너지 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
주요 가정												
SMP(원/kWh)	76.8	79.5	93.5	125.9	142.2	130.4	127.3	121.4	90.5	68.7	93.9	130.3
두바이유(천원/배럴)	66.9	75.2	83.0	96.2	97.9	99.5	95.5	91.5	74.0	49.6	80.3	96.1
매출	**416.0**	**422.8**	**393.9**	**581.8**	**584.1**	**595.1**	**505.0**	**630.0**	**1,982.7**	**3,312.5**	**1,814.5**	**2,314.2**
매출 성장률(% YoY)	1.5	-41.5	-56.1	-54.6	40.4	40.8	28.2	8.3	8.1	67.1	-45.2	27.5
발전/에너지	96.2	96.7	104.5	172.5	209.8	202.9	195.0	187.4	481.7	507.4	470.0	795.0
건설/부동산	294.4	313.2	254.5	374.7	323.8	344.5	280.0	412.2	1,282.1	2,561.3	1,236.7	1,360.4
유리	70.2	68.8	48.7	58.1	70.5	69.2	48.9	58.4	284.2	281.3	245.8	247.0
조정	-44.8	-56.0	-13.8	-23.4	-20.0	-21.5	-18.9	-28.0	-65.3	-37.6	-138.1	-88.3
영업이익	**30.9**	**30.3**	**27.2**	**62.8**	**65.1**	**53.3**	**46.0**	**50.2**	**78.1**	**29.6**	**151.2**	**214.7**
영업이익률(%)	7.4	7.2	6.9	10.8	11.2	9.0	9.1	8.0	3.9	0.9	8.3	9.3
영업이익 성장률(% YoY)	32.0	-24.2	140.6	흑전	110.7	76.2	69.3	-20.1	-8.2	-62.1	410.4	42.0
발전/에너지	18.7	11.0	16.3	43.2	57.1	44.1	39.3	38.5	68.9	62.8	89.2	179.0
건설/부동산	12.7	21.2	14.1	24.9	13.0	13.8	11.2	16.5	8.4	-36.7	72.9	54.4
유리	1.2	1.9	-2.1	0.6	0.7	0.7	0.5	0.6	1.1	6.6	1.6	2.5
조정	-1.8	-3.8	-1.1	-5.9	-5.6	-5.3	-5.0	-5.3	-0.3	-3.1	-12.5	-21.2
금융손익	-6.6	-5.6	-5.5	-7.8	-6.5	-5.4	-5.2	-6.0	-12.5		-25.5	-23.1
기타손익	1.9	-1.0	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1		2.7	0.0
종속,지배,관계기업 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.6		0.0	0.0
세전이익	26.2	23.6	24.6	55.1	58.6	48.0	40.8	44.2	3.3		129.5	191.6
법인세비용	5.4	7.9	6.5	11.0	11.7	9.6	8.2	8.8	-0.9		30.9	38.3
법인세율(%)	20.7	33.6	26.6	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	-27.9		20.0	20.0
당기순이익	20.8	15.7	18.1	44.0	46.9	38.4	32.6	35.3	0.4		98.6	153.3
순이익률(%)	5.0	3.7	4.6	7.6	8.0	6.4	6.5	5.6	0.0		5.4	6.6
순이익 성장률(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	125.6	144.6	80.8	-19.7	흑전		N/A	55.5
지배순이익	**13.6**	**3.8**	**10.1**	**31.8**	**40.4**	**31.4**	**27.1**	**27.2**	**-0.2**		**59.2**	**126.1**

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

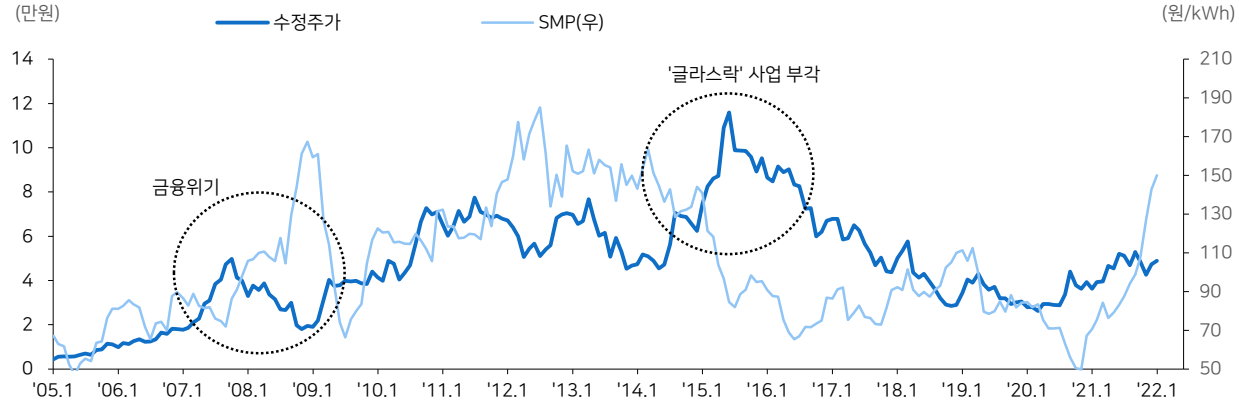
인플레이션 수혜주, 유가 및 LNG 수입 가격 상승에 주목

동사의 실적 변수에는 REC 및 탄소배출권의 판매량과 판매단가, 석탄 및 목재펠릿 수입 가격, 건설 및 유리 시장의 업황 등 다양한 요소들이 있으나 결국 가장 중요한 변수는 전력 판가의 바로미터인 SMP(System Marginal Price)라고 봐야 한다. 지분율이 30%인 SGC이테크건설 실적과 이익 기여도가 미미한 유리 사업을 제외하면 발전 부문이 기업 가치 대부분을 구성하고 있고, 전력 판매가 발전 부문 매출의 60% 가량을 차지하고 있기 때문이다. 실제 동사의 전신인 舊삼광글라스의 주가와 SMP는 역사적으로 동행 관계를 보여왔다.

SMP는 그 날 가동한 발전기들의 변동비 중 가장 높은 값이며, 일반적으로 LNG 발전소의 투입단가가 SMP를 결정짓는 경우가 많다. 따라서 LNG 수입 가격이 SMP는 동행 관계를 보여주고 있다. 최근 LNG 수입 가격은 유가 및 스팟 천연가스 가격 상승세에 힘입어 상승세를 지속하고 있으며, 최근 배럴 당 80달러를 웃돌고 있는 유가 추이를 감안하면 LNG 수입가격 및 SMP 강세는 최소한 2022년 상반기까지는 지속될 가능성이 높다는 판단이다.

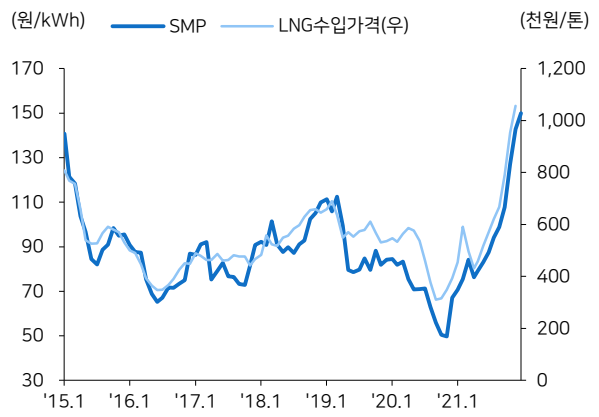
최근 원자재 가격이 급등하며 상당수의 제조 기업들의 이익 체력이 악화되고 있다. 동사는 원자재 가격 상승분이 판가(SMP)로 완전히 전이되는 구조를 가지고 있다는 점에서 투자 매력을 오히려 부각되는 시점이다. 동사의 발전 원재료인 석탄 및 목재펠릿 역시 상승세이나, SMP 상승세가 더 가파르다.

그림1 과거 주가는 SMP(전력 판가) 지표와 동행 관계. 최근 SMP 상승에도 불구 주가 저평가 구간에 머무는 상황



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SMP와 LNG 수입 가격은 동행



자료: EPSIS, KITA, 메리츠증권 리서치센터

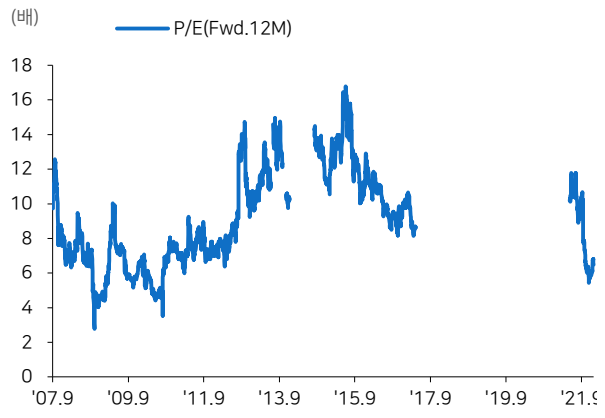
그림3 LNG 수입 가격은 유가에 5개월 후행

자료: Quantiwise, KITA, 메리츠증권 리서치센터

Peer, 과거 평균 대비 저평가 국면

당사 2022년 예상 지배순이익 기준 PER은 약 5.7배이다. 舊삼광글라스의 선행 12개월 PER이 8~12배 내외에 형성되었다는 점을 고려하면 저평가 국면에 접어들었다는 판단이다. Peer라고 볼 수 있는 지역난방공사 또한 최근 10배 내외에서 거래되는 점, 글로벌 발전 Peer 업체들이 14~19배 사이에서 거래되고 있는 점 역시 저평가의 근거가 된다. 다소 부족한 거래량을 디스카운트의 원인으로 지목할 수 있으나, 향후 실적 개선이 시장의 관심을 환기하는 계기로 작용한다면 이 역시 자연스레 해소될 수 있다.

그림4 과거 12개월 선행 PER은 8~12배 내외에서 형성



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 과거 12개월 선행 PBR은 0.9~1.5배 내외에서 형성

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

SGC 에너지 (005090)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**284.2**	**106.6**	**1,815.4**	**2,314.2**	**2,250.6**
매출액증가율 (%)	7.1	-62.5	1,603.8	27.5	-2.7
매출원가	253.9	93.0	1,555.5	1,960.6	1,942.6
매출총이익	30.4	13.5	259.9	353.6	308.0
판매관리비	29.2	6.5	107.7	138.9	135.0
영업이익	**1.1**	**7.0**	**152.3**	**214.7**	**173.0**
영업이익률	0.4	6.6	8.4	9.3	7.7
금융손익	-12.5	-4.8	-25.5	-23.1	-20.9
종속/관계기업손익	12.6	15.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.1	10.5	2.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	3.3	28.0	129.5	191.6	152.1
법인세비용	-0.9	1.8	30.9	38.3	30.4
당기순이익	**0.4**	**26.2**	**98.6**	**153.3**	**121.7**
지배주주지분 순이익	-0.2	26.2	59.2	126.1	94.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**6.1**	**-23.6**	**163.0**	**233.7**	**71.1**
당기순이익(손실)	0.4	26.2	98.6	153.3	121.7
유형자산상각비	27.7	16.2	101.7	94.8	86.3
무형자산상각비	0.0	0.1	1.1	1.0	0.9
운전자본의 증감	-5.7	-45.6	-49.1	-15.3	-137.7
투자활동 현금흐름	**75.2**	**83.9**	**-101.2**	**-6.4**	**-4.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-5.9	-37.6	-97.4	-6.0	-6.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	171.9	-9.1	-2.1	0.2
재무활동 현금흐름	**-84.9**	**15.5**	**-28.2**	**-88.6**	**-91.9**
차입금의 증감	-80.4	1,088.5	11.7	-65.6	-61.6
자본의 증가	0.0	454.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.5	75.8	32.8	138.7	-25.0
기초현금	11.6	98.9	174.7	207.4	346.1
기말현금	8.1	174.7	207.4	346.1	321.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	178.0	978.3	508.4	666.8	777.4
현금및현금성자산	8.1	174.7	207.4	346.1	321.2
매출채권	49.4	102.6	129.3	140.0	208.6
재고자산	71.5	150.5	129.3	140.0	208.6
비유동자산	517.9	1,687.4	1,692.6	1,604.9	1,523.5
유형자산	162.5	1,451.3	1,439.7	1,351.0	1,270.7
무형자산	0.1	8.3	12.7	11.7	10.8
투자자산	215.3	43.3	52.4	54.5	54.3
자산총계	**695.9**	**2,665.7**	**2,200.9**	**2,271.7**	**2,300.9**
유동부채	349.5	1,385.6	651.2	600.7	554.0
매입채무	16.3	259.6	0.0	0.0	0.0
단기차입금	169.6	639.7	531.6	490.4	452.3
유동성장기부채	106.5	169.6	119.6	110.3	101.8
비유동부채	33.8	612.0	817.7	808.8	793.2
사채	0.0	254.5	378.4	363.4	348.4
장기차입금	15.0	235.0	291.4	291.4	291.4
부채총계	**383.3**	**1,997.6**	**1,468.9**	**1,409.4**	**1,347.3**
자본금	24.3	73.4	73.4	73.4	73.4
자본잉여금	21.6	426.5	426.5	426.5	426.5
기타포괄이익누계액	-4.6	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	234.2	87.2	125.2	228.2	292.7
비지배주주지분	39.1	101.1	137.3	164.4	191.3
자본총계	**312.6**	**668.1**	**732.0**	**862.2**	**953.7**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	58,554	16,482	123,689	157,674	153,342
EPS(지배주주)	-41	4,054	4,034	8,592	6,457
CFPS	4,054	4,082	17,430	21,153	17,727
EBITDAPS	5,928	3,615	17,380	21,153	17,727
BPS	56,341	38,628	40,524	47,545	51,941
DPS	1,000	1,500	1,600	2,100	2,100
배당수익률(%)	3.3	3.8	3.4	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	-745.7	9.7	11.7	5.7	7.6
PCR	7.5	9.6	2.7	2.3	2.8
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	255.1	310.5	260.2
EV/EBITDA	16.3	78.6	7.8	5.9	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	6.2	10.2	19.5	13.0
EBITDA 이익률	10.1	21.9	14.1	13.4	11.6
부채비율	122.6	299.0	200.7	163.5	141.3
금융비용부담률	4.4	4.8	1.7	1.4	1.4
이자보상배율(x)	0.1	1.4	4.8	6.5	5.5
매출채권회전율(x)	4.8	1.4	15.7	17.2	12.9
재고자산회전율(x)	3.9	1.0	13.0	17.2	12.9

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 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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율