



유틸리티

중립 (유지)

한국전력 적자가 미치는 파급효과

 **신한투자증권**
기업분석부

박광래 연구위원
☎ 02-3772-1513
✉ krpark@shinhan.com

최민우 연구원
☎ 02-3772-1531
✉ mw.choi@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

I. Investment Summary

기대와 우려가 공존했던 2022년

코스피 상대 수익률 상회
: 한국가스공사, 한전KPS,
SK가스

한국전력은 큰 폭의 영업이익자가 예상되었음에도 불구하고 전기요금 인상에 대한 기대감으로 인해 시장 수익률을 상회하는 주가 퍼포먼스를 보여줬다. 그러나 9월 말 발표된 4분기 전기요금 인상분이 시장 기대치를 하회했고, SMP가 상승하며 주가가 크게 하락했다.

코스피 상대 수익률 하회
: SGC에너지

한국가스공사, 한전KPS, SK가스의 연초 이후 주가 수익률은 시장을 상회했다. 한국가스공사는 LNG 가격 상승 및 해외 연결 실적 정상화, 한전KPS는 실적 안정성 및 밸류에이션 매력, SK가스는 1분기 어닝 서프라이즈 및 '24년 이후 신규 사업에 대한 기대감이 양호한 주가 수익률을 견인했다. SGC에너지는 윤석열 정부의 신재생에너지 목표 비중 축소와 SMP 상한제 발표로 부진한 주가 수익률을 기록했다.

2023년을 관통하는 핵심 이슈, '한국전력 구하기'

최근 논의 중인 전력산업 내
다양한 정책 변화는
한전 실적 개선을 위한 방침

우리나라는 2001년 전력사업구조 개편에 따라 다수의 공급자(발전사)와 단일 구매자(한국전력)가 존재하는 형태의 전력시장이 형성됐다. 그러나 여전히 한전의 실적이 섹터 전체의 센터먼트를 좌우하는 경향이 있다. 한국전력이 독점판매자로서의 입지를 유지하고 있고, 한전의 발전자회사들의 전력 공급비중이 높기 때문이다.

관련 사업 업체들의 실적에
미치는 영향은 제한적일 것

2022년 한전 영업이익 컨센서스는 약 -30조원이고, 당사는 -40조원을 예상한다. 한전 적자 심화의 파급 효과는 한전 당사자와 주주들에 그치지 않는다. 회사채 시장과 민간 발전산업에도 영향을 미친다. 특히 최근 논의가 되고 있는 SMP 상한제와 RPS 의무비율 하향은 신재생에너지 발전사업자들의 반발을 사고 있다. 가뜰이나 탄소중립 이행 속도가 타 국가 대비 느린 상황에서 신재생 발전산업 성장동력에 악영향을 미치는 정책에 대한 비판의 목소리도 존재한다. 그러나 검토 중인 정책들의 실제 시행 후에도 현재 관련 사업을 영위하는 업체들의 실적에는 우려보다 큰 영향은 없을 것으로 전망한다. 정책 리스크로 인해 밸류에이션 저평가를 받고 있는 신재생관련 종목들의 밸류에이션 콜이 가능한 구간이라 판단한다.

정책 리스크로 밸류에이션
저평가를 받고 있는
신재생관련 종목들

성장이 갈수록 귀해지는 시기. 증익이 가능한 업체에 투자하자

PBR 0.3배 수준으로
'23년 두 자리 수 영업이익
증가 가능한 한국가스공사
돈보일 수 있을 것

섹터 대장주인 한국전력의 2023년 적자는 전년대비 축소되었으나, 여전히 절대적자 규모는 큰 편이다. 이러한 상황에서 올해에 이어 내년까지 두 자리 수 영업이익 증가가 가능한 한국가스공사의 실적이 상대적으로 돋보일 수 있겠다. PBR 0.3배 수준까지 주가가 하락해 밸류에이션 매력도 높다고 판단한다.

SK가스의 2023년 영업이익(2,371억원, +2.2% YoY)은 전년수준을 기록할 전망이다. 그러나 2023년 하반기부터는 2024년부터 본격화될 울산GPS, KET 등 신규 사업에 대한 기대감이 주가에 반영될 것으로 보인다. SGC에너지는 양호한 실적에 비해 정책 리스크와 이에 따른 실적 둔화 우려로 PBR이 2021년 최저치보다 낮다. 지나친 저평가 국면을 지나고 있다는 판단이다.

II. 2022년 요약 – 기대와 우려가 공존

코스피 상대 수익률 상회:

한국가스공사, 한전KPS, SK가스 / 하회: SGC에너지

전기요금 인상 기대감
→ 한전, 시장 수익률 상회

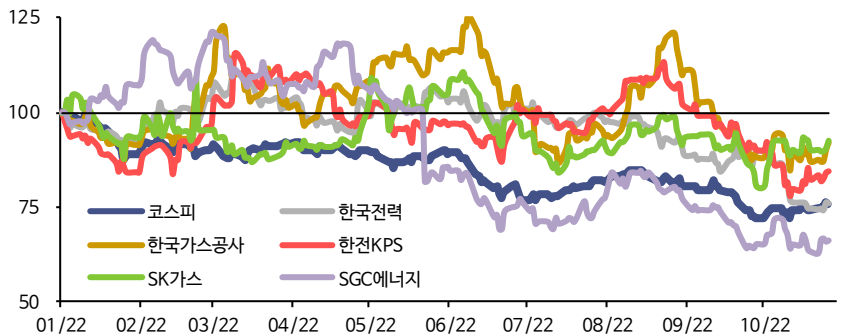
4Q 전기요금 인상분
기대치 하회 & SMP 상승
→ 주가 하락

한국전력은 큰 폭의 영업이익자가 예상되었음에도 불구하고 전기요금 인상에 대한 기대감으로 인해 시장 수익률을 상회하는 주가 퍼포먼스를 보여줬다. 그러나 9월 말 발표된 4분기 전기요금 인상분이 시장 기대치를 하회했고, SMP가 상승하며 주가가 크게 하락했다.

한국가스공사, 한전KPS, SK가스의 연초 이후 주가 수익률은 시장을 상회했다. 한국가스공사는 LNG 가격 상승 및 해외 연결 실적 정상화, 한전KPS는 실적 안정성 및 밸류에이션 매력, SK가스는 1분기 어닝 서프라이즈 및 '24년 이후 신규 사업에 대한 기대감이 양호한 주가 수익률을 견인했다. SGC에너지는 주가 수익률이 부진했는데, 윤석열 정부의 신재생에너지 목표 비중 축소와 SMP 상한제 발표가 SGC에너지의 밸류에이션을 끌어내렸다.

유틸리티 섹터 주요 종목 연초 이후 코스피 대비 상대 수익률

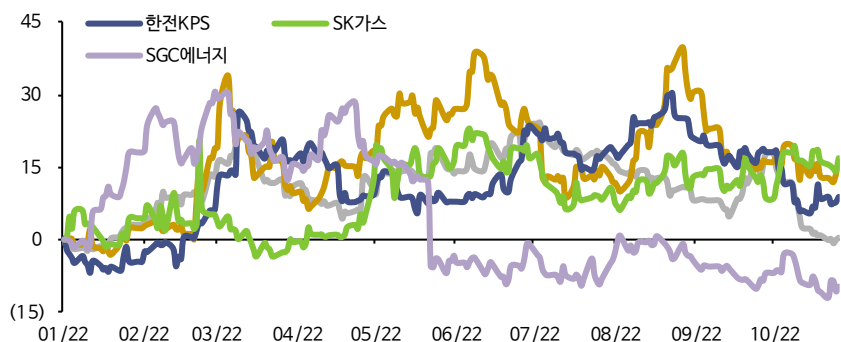
(YTD%)



자료: QuantiWise, 신한투자증권

유틸리티 섹터 주요 종목 연초 이후 주가 수익률

(%)



자료: QuantiWise, 신한투자증권

III. 2023년 전망 – 시나리오별 한전 실적 전망

1) 핵심 변수: 전력산업의 근간인 한전의 실적이センチ먼트를 좌우

여전히 한전 중심의 전력시장 구조. 유명무실해진 총괄원가제

전력사업구조 개편됐으나
한전 발전자회사들의 전력
공급비중 여전히 높은 상황

2001년 전력사업구조 개편에 따라 다수의 공급자(발전사)와 단일 구매자(한국전력)가 존재하는 형태의 전력시장이 형성됐다. 전력의 발전에서 판매까지 한국전력이 독점하던 체제에서 발전부문에 시장경쟁 체제를 도입한 것이다. 그러나 여전히 한국전력이 독점판매자로서의 입지를 유지하고 있고, 한전의 발전자회사들의 전력 공급비중이 높기 때문에 우리나라 전력 산업은 한국전력을 중심으로 분석이 이뤄져야 한다.

한국전력 중심의 전력시장



자료: 에너지경제연구원, 신한투자증권

물가 안정과 산업경쟁력
유지를 이유로 원가 변동분을
전기요금에 반영하지 못했음

기획재정부의 공공요금 산정기준에 따르면 한국전력의 소매 전기요금은 총괄원가를 바탕으로 결정되어야 한다. 그러나 산업통상자원부는 물가안정과 산업경쟁력 강화 등의 이유로 전기요금을 관리하며 사실상 총괄원가제는 유명무실해진 상황이다. 2005년부터 2021년까지 총괄원가는 167% 상승했다. 총괄원가제가 정상적으로 작동한다면 적용단가도 비슷한 수준의 상승률을 기록해야 하나, 실제로는 같은 기간 46% 상승에 그쳤다. 물가안정과 산업경쟁력 유지를 위해 원가 변동분을 전기요금에 반영하지 못했던 것이다.

3Q22 연료비 조정단가
+5원/kWh 인상
4Q22 산업용 및 일반용
대용량 전기요금 인상

정부는 이와 같은 문제를 해결하고자 2021년부터 '연료비 연동제'와 '기후환경요금 분리 부과'를 골자로 하는 원가 연계형 요금체제를 도입했다. 그러나 이것도 코로나19 장기화와 물가 상승으로 인해 제대로 작동하지 못했다. 한전의 재무상태가 심각하게 악화되자 정부는 뒤늦게 2022년 3분기 연료비 조정단가를 +5원/kWh으로 확정했고, 4분기에는 산업용 및 일반용 대용량 고객용 전기요금을 인상했다.

연료비조정단가 산정내역

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
유연탄 (원/kg)	108.65	113.61	133.65	151.13	181.81	218.50	257.28	302.09
LNG (원/kg)	350.24	508.97	490.85	601.54	832.44	1,157.83	1,023.16	1,314.64
BC유 (원/kg)	373.33	442.64	521.37	574.4	661.27	657.20	939.94	1,009.09
환산계수								
유연탄	0.8591	0.8591	0.8591	0.8591	0.9649	0.9649	0.9649	0.9649
LNG	0.3661	0.3661	0.3661	0.3661	0.3163	0.3163	0.3163	0.3163
BC유	0.0093	0.0093	0.0093	0.0093	0.0117	0.0117	0.0117	0.0117
환산계수 적용가격								
유연탄 (원/kg)	93.34	97.60	114.82	129.84	175.43	210.82	248.24	291.47
LNG (원/kg)	128.22	186.33	179.70	220.22	263.30	366.27	323.66	415.87
BC유 (원/kg)	3.47	4.12	4.85	5.34	7.74	7.69	11.00	11.81
실적연료비 (원/kg)	225.04	288.05	299.37	355.40	446.46	584.78	582.90	719.15
기준연료비 (원/kg)	289.07	289.07	289.07	289.07	338.87	338.87	338.87	338.87
	'19년 12월 ~ '20년 11월 평균				'20년 12월 ~ '21년 11월 평균			
변동연료비 (원/kg)	(64.03)	(1.02)	10.30	66.33	107.59	245.91	244.03	380.28
변환계수 (kg/kWh)	0.1634	0.1634	0.1634	0.1634	0.1376	0.1376	0.1376	0.1376
연료비 조정단가 (원/kWh)	(10.5)	(0.2)	1.7	10.8	14.8	33.8	33.6	52.3
실제 연료비조정단가 (원/kWh)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0

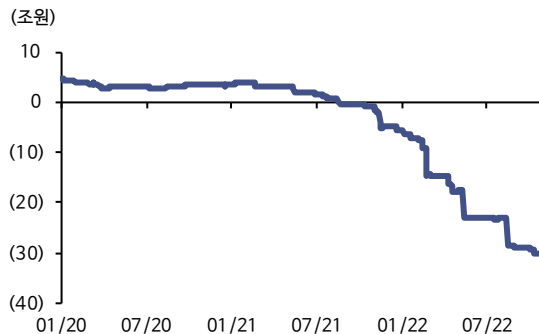
자료: 신한투자증권

주: 분기 조정단가 상하한 폭이 기존 ±3원/kWh에서 ±5원/kWh으로 확대

하향 조정되고 있는 한전의
2022년 영업이익 전망치

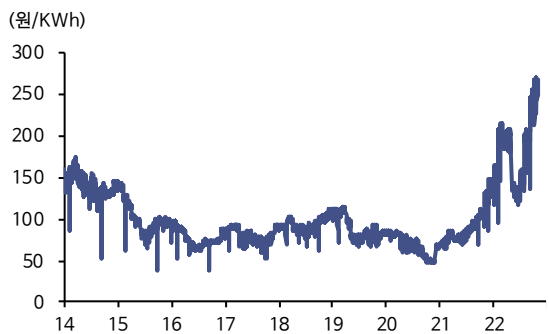
3분기와 4분기 전기요금 인상에도 불구하고 한전의 2022년 영업이익 전망치는 계속 하향 조정되고 있다. LNG 가격과 원/달러 환율 상승으로 발전용 천연가스 요금과 SMP가 급등한 데 따른 결과다. 2022년 영업이익 컨센서스는 -30조원이 고, 당사는 -40조원을 전망한다.

한국전력 2022년 영업이익 추정치 변화



자료: FnGuide, 신한투자증권

육지 SMP 추이 (일간)



자료: 전력거래소, 신한투자증권

2023년을 관통하는 핵심 이슈, '한국전력 구하기'

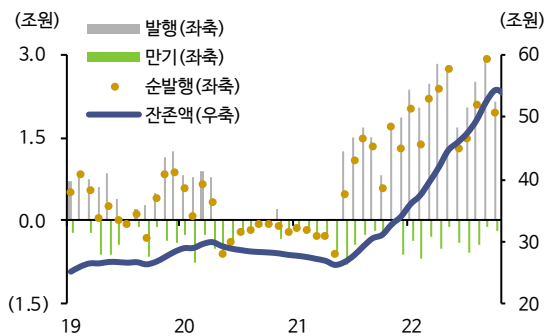
자금난 빠진 한전
올해 23조원 이상의
한전채를 발행

한전 적자 심화의 파급 효과는 한전 당사자와 주주들에 그치지 않는다. 적자 누적으로 자금난에 빠진 한전이 회사채 시장에서 올해 23조원 이상의 한전채를 발행했다. 문제는 한국전력이 정부가 지급보증을 하는 최상위 신용등급(AAA)을 받고 있는데, 금리를 연초 2%대에서 5.9%까지 끌어올리며 자금을 흡수하고 있다는 점이다. 이로 인해 우량기업들도 불가피하게 회사채 발행을 연기 또는 취소해 자금조달에 어려움을 겪고 있는 상황이다.

최근 논의 중인 전력산업 내
다양한 정책 변화는
궁극적으로 한전 실적 개선을
위한 방침

한전의 비용 축소를 견인할 수 있는 SMP 상한제, RPS 의무비율 하향, 재생에너지 고정가격계약 방식 변경도 뜨거운 감자다. SMP 상한제의 경우, 5월에 고시된 SMP 상한제 검토안에 따르면 직전 3개월 가중평균 SMP가 직전 4개월~직전 123개월의 월별 가중평균 SMP 중 상위 10%에 해당할 경우 SMP 상한제를 시행한다. 현재 SMP는 상한제 시행 가능 범위에 위치했다. SMP 상한제 시행이 최종 결정될 경우, 한전은 한숨 돌릴 수 있겠으나 발전사업자들의 수익성 악화는 일정 부분 감내해야할 것으로 보인다.

한국전력 채권 발행 추이



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

SMP 상한제 기본 내용 (5월 고시안 기준)

SMP 상한제란?

"전력거래가격이 특별히 급등하는 때"에 긴급상한가격 설정 가능 (SMP상한제 시행)

전력거래가격이 특별히 급등하는 때란 직전 3개월 '가중평균' SMP가 직전 4개월부터 직전 123개월까지의 월별 가중평균 SMP 중 상위 10%에 해당한 경우

직전 4개월부터 직전 123개월의 가중평균 SMP에 1.25를 곱해 상한가격 설정

과거 지금의 "전력거래가격이 특별히 급등하는 때" 기준에 해당했던 시기는 '11년부터 '13년 초

그러나 SMP상한제가 실시된 적은 없음.

5월 기준으로 산업부가 예상하는 비용절감효과는 월 1,400억원 수준

자료: 전력거래소, 신한투자증권

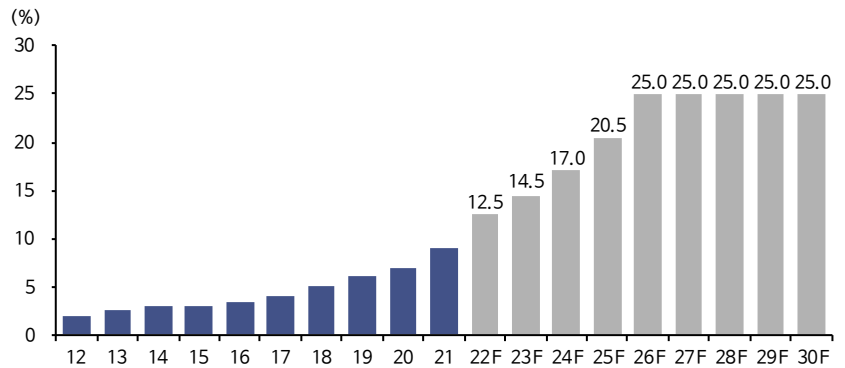
2030년 신재생에너지 목표
21.5%로 조정됨에 따라
RPS 의무비율 조정될 전망

RPS 의무비율 하향도 검토되고 있다. 정부가 2030년 신재생에너지 목표가 합리적이고 실현가능한 수준인 21.5%로 조정함에 따라 2023년부터 RPS 의무비율 하향 조정이 필요하다는 것이 한국에너지공단 측의 설명이다. 현재 의무비율은 'NDC 목표인 2030년, 신재생 발전비중 30%' 기준으로 설정되어 있으나, 조정된 신재생 발전비중에 연계해 RPS 의무비율도 조정을 추진한다는 것이다.

'계약가격' 이내로
고정가격계약 SMP
정산방식 개선할 계획

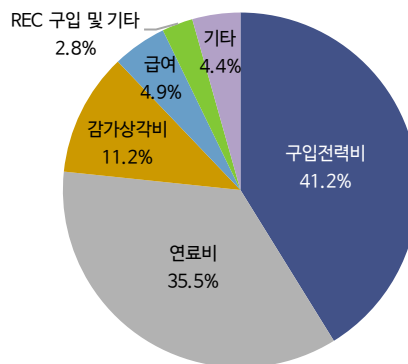
고정가격계약 SMP 정산방식 개선도 추진한다. 고정가격계약 이상으로 SMP가 상승하는 경우 SMP 정산금이 계약가격을 초과해 과잉보상이 발생한다. 이에 고정가격계약의 SMP 정산방법을 '계약가격' 이내로 하도록 제도를 개선할 계획이다. 현재는 고정계약가격 이상으로 SMP가 상승할 경우 해당 가격에 맞춰 발전사업자에게 비용을 지급하는 대신, REC를 주지 않는 식으로 정산이 이뤄지고 있다. 관련 규정 개정을 통해 2023년 신규 고정가격계약(태양광, 풍력) 대상 설비부터 적용하는 것을 검토 중이다.

RPS 이행 의무 비율



자료: 한국전력, 신한투자증권

한국전력 영업비용(OPEX) 항목별 비중 (2022년 예상치 기준)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

2) 2023년 전망: 한전 적자 축소를 위한 최상의 시나리오 찾기

기본 추정: 영업적자 2022년 40.3조원, 2023년 29.4조원 전망

2023년 주요 가정치(YoY):
전력판매단가 +21.0%
SMP -8.3%
연료단 가격 -5.9%

한국전력의 2022년 3분기 실적이 아직 발표되지 않았으나, 현재 가정치를 기반으로 추정한 올해와 내년의 한전 적자규모는 각각 40.3조원과 29.4조원이다. 올해 말 SMP 상한제 실시 여부가 검토되고 있으나, 실시된다 하더라도 30조원 중 후반대 영업적자 기록은 불가피할 전망이다.

한국전력 실적 핵심 변수는

- 1) 연료단 가격
- 2) SMP
- 3) 전력판매단가

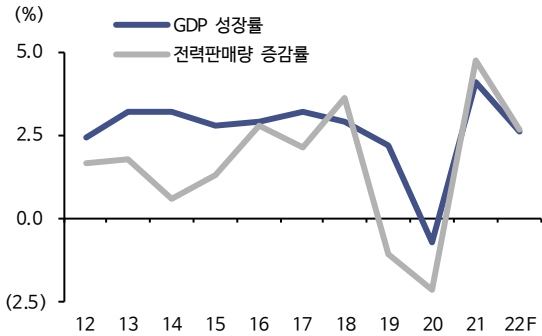
한국전력 실적의 핵심 변수는 연료단 가격, SMP, 전력판매단가 이렇게 세 가지다. 전력판매단가는 매출의 규모를 결정짓고, 연료단 가격과 SMP는 영업비용 항목 중에서 각각 연료비와 구입전력비에 큰 영향을 미치기 때문이다. 전력판매단가에 전력판매량을 곱해야 매출액 전망을 할 수 있는데, 전력판매량은 그 연간 변동폭이 크지 않은 관계로, 2022년 2.6%, 2023년 1.5% 증가를 가정한다. SMP를 결정하는 데 LNG 가격이 가장 중요한 관계로 이번 시나리오 분석에서 LNG 가격에 대한 가정치를 변화시키며 실적을 추정해보았다.

한국전력 영업실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
주요지표											
전력 판매량 (TWh)	143,180	128,979	141,949	133,363	144,496	131,031	144,179	135,928	533,429	547,471	555,634
%YoY	4.5	3.4	1.6	1.1	0.9	1.6	1.6	1.9	4.7	2.6	1.5
전력판매단가 (원/kWh)	107.4	109.2	127.2	133.2	139.4	135.9	151.4	150.2	107.4	119.3	144.3
%YoY	3.0	7.6	14.3	18.9	29.8	24.4	19.0	12.8	(1.8)	11.0	21.0
SMP (원/kWh)	181.5	157.4	192.3	262.7	192.3	148.0	170.5	217.5	93.9	198.5	182.1
%YoY	136.4	97.9	105.7	108.7	6.0	(6.0)	(11.3)	(17.2)	36.7	111.3	(8.3)
두바이유 (달러/배럴)	96.5	109.1	98.2	94.0	91.9	89.7	87.6	85.4	68.8	99.4	88.6
%YoY	62.3	64.1	37.5	20.9	(4.8)	(17.8)	(10.8)	(9.1)	63.1	44.6	(10.9)
뉴캐슬 석탄 (달러/톤)	265.7	364.5	416.3	413.7	361.8	339.8	331.9	339.8	136.3	365.0	343.3
%YoY	203.6	240.5	150.4	124.6	36.2	(6.8)	(20.3)	(17.8)	125.7	167.9	(5.9)
환율 (원/달러)	1,205.0	1,259.6	1,339.0	1,450.0	1,430.0	1,420.0	1,400.0	1,350.0	1,144.0	1,313.4	1,400.0
영업실적 (십억원)											
매출액	16,464	15,528	19,116	18,902	21,558	19,379	23,017	21,623	60,591	70,011	85,576
전기판매수익	15,378	14,090	18,051	17,770	20,144	17,809	21,825	20,423	57,301	65,290	80,201
기타	1,086	1,438	1,065	1,132	1,414	1,570	1,192	1,200	3,290	4,721	5,375
영업이익	(7,787)	(6,516)	(10,054)	(15,935)	(9,156)	(4,807)	(6,364)	(9,063)	(5,860)	(40,292)	(29,391)
세전이익	(8,105)	(6,812)	(10,392)	(16,258)	(9,469)	(5,120)	(6,686)	(9,381)	(7,085)	(41,567)	(30,656)
지배주주순이익	(5,953)	(4,837)	(7,401)	(11,316)	(6,681)	(3,622)	(4,754)	(6,538)	(5,315)	(29,507)	(21,595)
영업이익률 (%)	(47.3)	(42.0)	(52.6)	(84.3)	(42.5)	(24.8)	(27.7)	(41.9)	(9.7)	(57.6)	(34.3)
세전이익률 (%)	(49.2)	(43.9)	(54.4)	(86.0)	(43.9)	(26.4)	(29.0)	(43.4)	(11.7)	(59.4)	(35.8)
순이익률 (%)	(36.2)	(31.2)	(38.7)	(59.9)	(31.0)	(18.7)	(20.7)	(30.2)	(8.8)	(42.1)	(25.2)

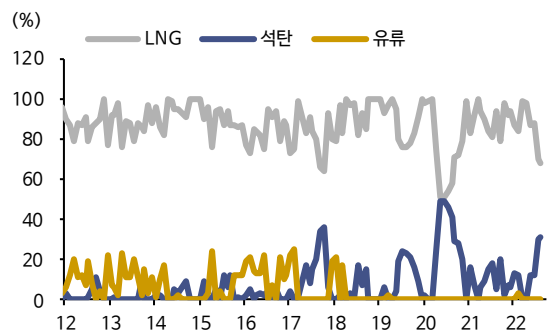
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국 GDP 성장률과 전력소비량 증감률



자료: IMF, 한국전력, 신한투자증권

연료원별 SMP 결정 비율



자료: EPSIS, 신한투자증권

주요 가정 1: 전력판매단가

기본 추정: 2023년
전력판매단가 전년대비
20% 이상 상승할 전망

기본 추정에서는 2023년 전력판매단가가 전년대비 20% 이상 오를 것으로 전망한다. 내년 전체 영업비용(OPEX)이 20% 수준 증가할 전망인데, 이 정도 수준만큼은 전기요금에 전가가 될 것으로 예상했기 때문이다. 한전 재무 위기에 대한 심각성을 정부도 인지해 다양한 방침들을 연이어 발표하고 있는 점을 감안해볼 때 이 정도 수준의 요금 인상은 가능하다고 판단했다.

기존 가정 대비 5%, 10%씩
할증/할인해 영업이익 계산

기존 가정 대비 5%, 10%씩 할증/할인해 영업이익을 구해본 결과는 아래의 표와 같다. 분석 결과 전기요금 1원 인상 시 약 5,600억원의 영업이익 개선 효과가 나타날 것으로 보인다.

전력판매단가 변화에 따른 2023년 한국전력 영업이익 전망

	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
전력판매단가 (원/kWh)	129.9	137.1	144.3	151.6	158.8
영업이익 전망치 (십억원)	(37,435)	(33,434)	(29,391)	(25,341)	(21,340)
기존 추정치 대비 개선 규모 (십억원)	(8,044)	(4,043)	0	4,050	8,051

자료: 신한투자증권 추정

주요 가정 2: 연료탄 및 LNG 가격

톤당 연료탄 가격 1달러 하락 시 영업이익 480억원 개선 효과가 기대된다.

연료탄 가격 변화에 따른 2023년 한국전력 영업이익 전망

	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
연료탄 가격 (달러/톤)	309.0	326.2	343.3	360.5	377.6
영업이익 전망치 (십억원)	(27,739)	(28,566)	(29,391)	(30,218)	(31,038)
기존 추정치 대비 개선 규모 (십억원)	1,652	825	0	(827)	(1,647)

자료: 신한투자증권 추정

올해 LNG 가격 급등으로
내년에는 역기저효과
나타나 가스 가격은
소폭 하락할 전망

본 보고서에서 다루는 LNG 가격은 한국가스공사의 발전용 천연가스 가격을 기준으로 삼는다. 올해 가격 급등으로 인해 내년에는 역기저효과가 나타나 가스 가격이 소폭 하락할 것으로 예상했으나, 전망과 다르게 연간 평균 가격이 1,300원/Nm3 수준을 형성할 경우 한전의 연간 적자는 약 35조원을 기록할 전망이다.

LNG 가격 변화에 따른 2023년 한국전력 영업이익 전망

	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
LNG (원/Nm3)	1,060.4	1,119.3	1,178.2	1,237.1	1,296.0
영업이익 전망치 (십억원)	(24,170)	(26,783)	(29,391)	(32,001)	(34,613)
기존 추정치 대비 개선 규모 (십억원)	5,221	2,608	0	(2,610)	(5,222)

자료: 신한투자증권 추정

주요 변수 움직임 따른
영업이익 전망치 분석 결과
판매단가 인상 시 영업실적
개선 폭 가장 크게 나타나

결론: 적자 축소를 위해서는 결국 전기요금 인상이 가장 중요

세 가지 주요 변수의 움직임에 따른 한전 영업이익 전망치 변화를 살펴본 결과, 판매단가 인상 시 영업실적 개선 폭이 가장 큰 것으로 나타났다. 전력판매단가와 LNG 가격을 복합적으로 고려해 영업이익 추정을 해보면 가장 최상의 시나리오(기존 가정치 대비 판매단가 +10%, LNG 가격 -10%)에서 16조원의 적자를 기록해 Base 시나리오에서의 29조원보다 적자 규모가 크게 감소함을 확인할 수 있다. 예상치 못한 이슈로 에너지가격의 급락이 내년도에 연출되지 않는 한, 전기요금에 대한 정부의 최종 결단이 한국전력의 실적을 좌우할 전망이다.

전력판매단가와 LNG 가격 변동에 따른 2023년 한국전력 영업이익 전망

			LNG 가격 (원/Nm3)				
			-10%	-5%	Base	+5%	10%
(십억원)			1,060.4	1,119.3	1,178.2	1,237.1	1,296.0
전력판매단가 (원/kWh)	-10%	129.9	(32,171)	(34,784)	(37,392)	(40,003)	(42,614)
	-5%	137.1	(28,170)	(30,784)	(33,391)	(36,002)	(38,614)
	Base	144.3	(24,170)	(26,783)	(29,391)	(32,001)	(34,613)
	+5%	151.6	(20,113)	(22,777)	(25,385)	(27,996)	(30,557)
	+10%	158.8	(16,163)	(18,777)	(21,384)	(23,997)	(26,606)

자료: 신한투자증권 추정

3) 기회/위험 요인 - 미운 오리가 되어버린 신재생에너지

SMP상한제, RPS 의무비율 축소 등으로 우려가 커진 신재생에너지발전산업

정책 불확실성 확대로
신규 사업자들 감소할 경우
국내 신재생에너지 시장
성장동력 둔화될 수 있어

SMP상한제 실시를 찬성하는 사람들은 지금까지 민간발전사업자들이 에너지 가격 상승 시기에 많은 이익을 취해왔다고 지적한다. 전혀 틀린 지적은 아니나, 신재생 발전사업자들의 경우에는 초기 투자비용, 지역적 상황 등에 따라 여전히 수익성이 좋지 못한 곳들도 있어 SMP 상한제가 실시될 경우 이들 업체들은 수익성이 추가로 악화될 가능성이 높다. 무엇보다 전반적인 채산성 악화와 RPS 의무비율 축소, 고정가격계약 SMP 정산방식 변경 등 정책 불확실성 확대로 신규 사업자들의 진입이 줄게 될 경우 국내 신재생에너지 시장의 성장동력이 둔화될 수 있다.

국내 주요 신재생발전사업자 영업실적

회원명	구분	설비용량 (MW)	'21년 매출액 (십억원)	'20년 매출액 (십억원)	'21년 영업이익 (십억원)	'20년 영업이익 (십억원)	'21년 OPM (%)	'20년 OPM (%)
에스지씨그린파워	바이오	100.0	24.2	0.0	3.3	(0.5)	13.7	n/a
솔라시도 태양광발전	태양광	98.4	41.7	38.0	16.6	12.1	39.7	31.9
강원풍력발전	풍력	98.0	19.6	23.3	5.8	10.1	29.6	43.2
안좌스마트팜앤솔라시티	태양광	96.0	37.7	1.8	13.8	(3.5)	36.7	(190.7)
영암태양광발전	태양광	94.1	37.3	17.0	13.3	4.4	35.7	26.0
케이솔라이호	태양광	89.3	17.7	0.0	2.7	(5.1)	15.0	(18,846.9)
GS풍력발전	풍력	85.6	36.1	32.8	19.1	15.9	52.8	48.5
영광풍력발전	풍력	79.6	25.9	26.5	7.0	8.6	27.0	32.5
영양에코파워	풍력	75.9	30.9	26.4	15.9	12.5	51.4	47.2
케이솔라일호	태양광	75.7	20.7	1.1	5.9	(9.5)	28.5	(882.5)
무안솔라파크	태양광	73.2	31.0	14.4	13.7	3.3	44.1	22.9
현대에코에너지	태양광	65.0	25.8	24.2	13.9	13.4	54.1	55.5
신안그린에너지	풍력	62.7	13.8	12.6	(1.9)	(0.6)	(14.1)	(4.7)
영양풍력발전공사	풍력	61.5	22.3	21.8	7.8	7.7	35.1	35.3
한국해상풍력	풍력	60.0	36.0	26.8	7.9	3.2	22.0	11.9
경기그린에너지	연료전지	58.8	93.8	64.7	4.0	(2.3)	4.3	(3.5)
울진풍력	풍력	53.4	16.9	17.5	4.4	5.3	25.9	30.6
대산그린에너지	연료전지	50.2	88.1	62.3	4.0	21.1	4.6	33.8
포승그린파워	바이오	43.2	58.5	42.7	14.4	(1.8)	24.6	(4.2)
태백가덕산풍력발전	풍력	43.2	21.6	2.5	11.2	1.4	51.9	55.6
태기산풍력	풍력	40.0	11.0	9.4	5.2	3.2	46.9	34.2
영암풍력발전	풍력	40.0	12.4	12.0	5.0	3.8	40.6	31.7
영광백수풍력발전	풍력	40.0	8.4	10.9	0.0	2.6	0.1	23.9
인천연료전지	연료전지	39.6	46.0	0.0	5.9	(1.2)	12.8	n/a
영덕풍력발전	풍력	39.6	6.1	5.3	(0.8)	(1.4)	(12.8)	(26.1)
영월에너지스테이션	태양광	38.8	15.2	13.8	6.9	5.3	45.7	38.4
경주풍력발전	풍력	37.5	15.3	13.9	5.7	4.9	37.1	35.2
한신에너지	풍력	33.0	7.2	6.4	(1.0)	(1.5)	(13.4)	(23.8)
무안햇빛발전소	태양광	33.0	15.6	7.8	4.6	2.2	29.8	28.2
전주파워	바이오	32.4	43.2	33.0	12.1	1.1	28.0	3.3
정암풍력발전	풍력	32.2	10.5	9.8	3.5	2.8	33.2	28.3
부산그린에너지	연료전지	30.8	45.5	40.2	(1.5)	(2.1)	(3.2)	(5.2)
유한회사 라미솔라	태양광	30.1	7.8	0.4	3.0	(2.8)	37.7	(717.0)
탐라해상풍력발전	풍력	30.0	21.9	22.4	9.9	10.6	45.2	47.1

자료: 전력거래소, 신한투자증권

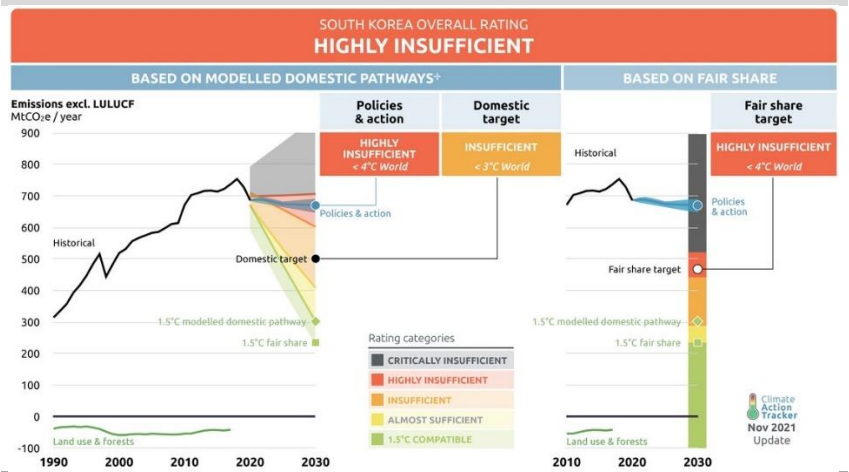
타 국가 대비 느린 수준을 보이는 우리나라 탄소중립 이행 속도

우리나라의 탄소중립 이행 속도는 다른 국가들에 비해 느린 수준이다. 기후변화 국제 분석기관인 기후행동트래커(CAT: Climate Action Tracker)는 한국의 이행 수준을 '매우 불충분(Highly Insufficient)'으로 평가했다. 인구 1인당 전력수요가 전세계 평균을 크게 웃도는 가운데, kWh당 탄소배출량은 감소 추세이긴하나 전세계 평균보다는 절대적으로 많다.

신재생에너지 발전 Capa도 글로벌 평균을 하회

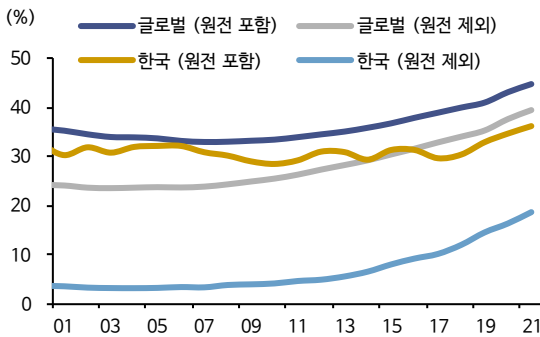
우리나라의 신재생에너지 발전 Capa와 발전량은 글로벌 평균을 하회한다. 원전을 신재생에너지로 포함시킬 경우 발전량은 글로벌 수준과 비슷해지나 그래도 절대 비중은 낮은 편이고, 원전을 제외한 기준으로는 차이가 크다.

Climate Action Tracker가 평가하는 우리나라의 탄소중립



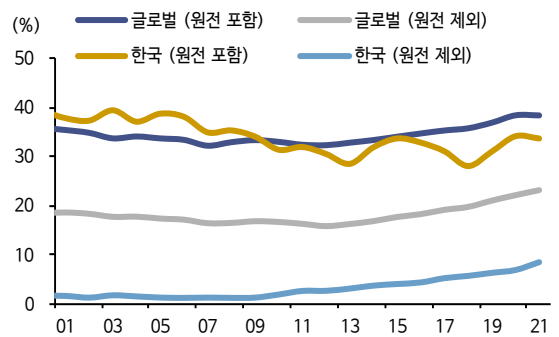
자료: Climate Action Tracker, 신한투자증권

신재생발전 Capa 비중 비교



자료: Ember, 신한투자증권

신재생발전량 비중 비교



자료: Ember, 신한투자증권

앞선 정책들은 신재생에너지
산업 성장 속도 일시적으로
낮출 가능성 있음

탄소배출량이 적은 신재생에너지원 확대를 통해 탄소중립 이행 속도를 끌어올려야 하나, 앞서 언급한 정책들은 신재생에너지 산업 성장 속도를 일시적으로 낮출 수 있다. 신재생발전 사업을 영위하는 상장사들의 주가에도 악영향을 미치고 있다. SGC에너지의 경우 2021년보다 큰 폭의 이익 성장이 올해 확정적임에도 불구하고 신재생산업センチメント 악화 우려로 주가는 2021년보다 낮은 수준에서 주가가 형성되었다. 가장 큰 악재로 작용하고 있는 SMP 상한제에 대한 우려가 점진적으로 해소됨과 동시에 밸류에이션 재평가가 이뤄질 것으로 전망한다.

간헐적 SMP 상한제 작동이
발전사업자들 실적을 크게
악화시킬 가능성은 낮음

SMP상한제는 전력시장가격이 ‘급격히 상승하는 비상 상황 시’ 작동하는 정책으로, 간헐적인 상한제 작동이 발전사업자들의 실적을 크게 악화시킬 가능성은 낮다고 판단한다. 최근 언론을 통해 알려진 바로는, 12월부터 3개월 간 한시적 적용을 검토하고 있고, 상한 기준도 당초 우려보다는 낮지 않다.

올해 SMP 큰 폭의 상승
이미 시현해 '23년 상한제
작동 가능성 높지 않아

무엇보다 ‘비상 상황’ 여부를 판단할 때 과거 장기 SMP 평균치와의 비교를 하게 되는데, 올해 SMP가 큰 폭의 상승을 시현한 상황이기 때문에 내년도 상한제 작동 가능성이 높지 않다는 판단이다. 다시 말해 2023년에 상한제가 작동하려면 작동 직전까지 SMP가 올해 수준(또는 그 이상)을 상당기간 유지하고 있어야 함을 의미하는데, 그 경우 해당 기간 발전사업자들은 SMP 상승의 수혜를 받을 수 있어 상한제 시행으로 인한 매출 감소를 일부 상쇄할 수 있다.

신재생발전사업에 대한 우려가 커진 작금의 상황은 분명 ‘위기’이지만, 이것을 중장기적 투자의 ‘기회’로 활용하는 전략이 필요하다는 판단이다.

IV. Top Picks

성장이 갈수록 귀해지는 시기. 증익이 가능한 업체에 투자하자

Top pick: 한국가스공사(036460). 하반기 실적 부진을 비중 확대의 기회로

한전 올해 40조원 영업적자
내년 20조원대 적자 전망
시장 전체로도 EPS 하락
점쳐지는 상황

한국가스공사:
2023년 영업이익 30%
이상 증가 전망

내년에는 가스공사 배당
투자 매력도 회복될 것

SK가스:
'23년 하반기부터 신규사업
기대감의 주가 반영 기대

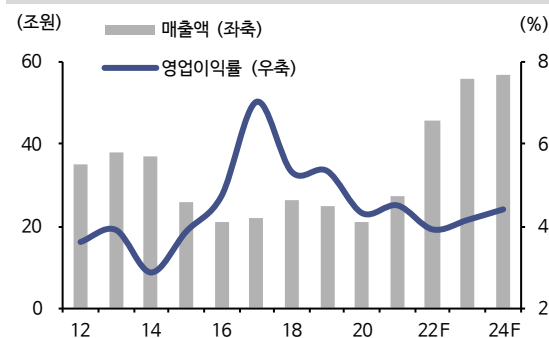
앞서 분석한대로 유틸리티 섹터 대장주인 한국전력은 올해 40조원의 영업적자에 이어, 내년에도 20조원대 영업적자를 기록할 전망이다. 영업적자가 줄어들긴 하지만, 여전히 큰 규모의 영업손실이 예상된다. 시장 전체로도 2023년 EPS 하락이 점쳐진다. 이익 성장이 더 귀해진 시기가 도래했다.

한국가스공사의 영업이익은 2022년 1.8조원(+44.8% YoY)에 이어 2023년에도 2.33조원(+30.2% YoY)을 기록하며 2년 연속 두 자리 수 증익이 가능할 전망이다. 1) 운전자금 증가에 따른 요금기저 증가와 2) 투자보수를 상승으로 2023년 적정투자보수는 전년대비 20.6% 증가하겠다. 이에 따라 국내 가스사업 영업이익도 전년대비 39.2% 증가한 1.8조원을 기록할 전망이다.

2022년 하반기 실적은 호주 Prelude 실적 부진과 원/달러 상승에 따른 외화환산 손실 발생으로 영업이익과 순이익 모두 부진이 예상된다. 별도 순이익 급감으로 2022년 배당도 장담할 수 없게 됐다. 그러나 2023년 실적 회복(특히 별도 순이익)과 함께 배당 투자 매력도가 다시 한번 부각받을 수 있을 것으로 보인다.

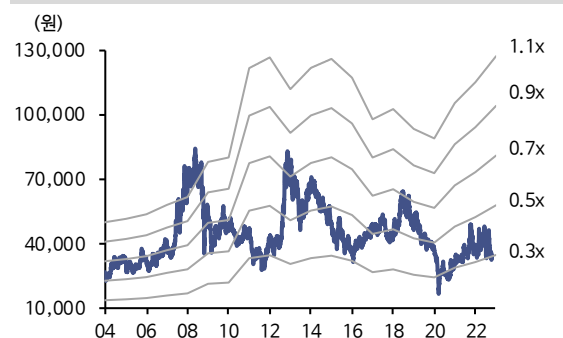
SK가스의 2023년 영업이익(2,371억원, +2.2% YoY)은 전년수준을 기록할 전망이다. 그러나 2023년 하반기부터는 2024년부터 본격화될 울산GPS, KET 등 신규 사업에 대한 기대감이 주가에 반영될 것으로 보인다.

한국가스공사 매출액, 영업이익률 추이



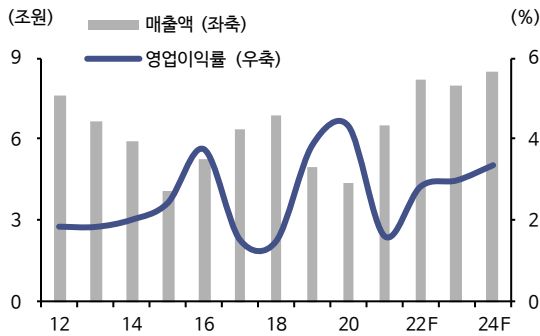
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국가스공사 PBR 밴드



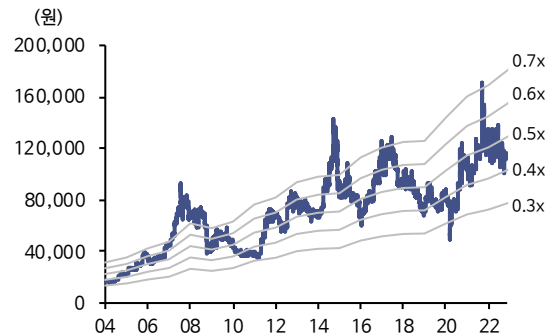
자료: QuantiWise, 신한투자증권

SK가스 매출액, 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

SK가스 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

커버리지 기업 투자 의견 및 목표주가

(원, 배)		투자 의견(변경여부)	목표주가(변경여부)	타겟 멀티플	12MF BPS	비고
최선희주	한국가스공사	매수(유지)	59,000 (유지)	0.52	114,047	PBR 적용
	SGC에너지	매수(신규)	45,000(신규)	0.87	51,838	PBR 적용
	한전KPS	매수(유지)	50,000 (유지)	1.92	26,199	PBR 적용
	SK가스	매수(유지)	160,000 (유지)	0.65	257,197	PBR 적용
	한국전력	중립(유지)	- (유지)	-	42,257	

자료: 신한투자증권 추정



한국가스공사

| Bloomberg Code (036460 KS) | Reuters Code (036460.KS)

[유틸리티]

박광래 연구위원
☎ 02-3772-1513
✉ krpark@shinhan.com

최민우 연구원
☎ 02-3772-1531
✉ mw.choi@shinhan.com

PBR 0.3배에서 다시 빛나는 투자 매력도



매수
(유지)



현재주가 (11 월 7 일)
35,650 원



목표주가
59,000 원 (유지)



상승여력
65.5%

- ◆ 2023년 영업이익 2.3조원(+30.2% YoY) 전망
- ◆ 3Q 영업이익 -1,756억원(적자전환)으로 시장 기대치 하회 예상
- ◆ 투자이건 매수, 목표주가 59,000원 유지



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

투자판단	매수 (유지)
목표주가	59,000 원 (유지)
상승여력	66.0%

KOSPI	2,371.79p
KOSDAQ	700.48p
시가총액	3,291.0십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	92.3백만주
유동주식수	40.5백만주(43.8%)
52 주 최고가/최저가	48,100 원/32,450 원
일평균 거래량 (60 일)	371,330 주
일평균 거래액 (60 일)	14,290 백만원
외국인 지분율	10.79%
주요주주	
대한민국정부(기획재정부) 외 1 인	46.63%
국민연금공단	10.00%
절대수익률	
3 개월	-0.3%
6 개월	-18.4%
12 개월	-17.7%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	4.7%
6 개월	-9.0%
12 개월	3.1%

주가차트



2023년 영업이익 2.3조원(+30.2% YoY) 전망

2023년 실적은 매출액 56.3조원(+22.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 2.3조원(+30.2%)을 전망한다. 2021, 2022년에 이어 3년 연속 매출액과 영업이익이 두 자리 수 증가세를 시현하겠다.

1) 운전자금 증가에 따른 요금기저 증가와 2) 투자보수율 상승으로 2023년 적정투자보수는 전년대비 20.6% 증가하겠다. 이에 따라 국내 가스사업 영업이익도 전년대비 39.2% 증가한 1.8조원을 기록할 전망이다.

3Q 영업이익 -1,756억원(적자전환)으로 시장 기대치 하회 예상

2022년 3분기 실적은 호주 Prelude 실적 부진과 원/달러 상승(2분기 대비 원/달러 기말 환율 +142원)에 따른 외화환산손실 발생으로 영업이익과 순이익 모두 부진이 예상된다. 매출액 9.5조원(+77.6%), 영업이익 -1,756억원(적자전환), 순이익 -3,326억원(적자지속)으로 시장 기대치(매출액 9.23조원, 영업이익 3억원, 순이익 -984억원)를 하회하겠다. Prelude의 실적 정상화는 내년 상반기에 가능할 전망이다.

3분기 순이익 급감으로 2022년 배당도 장담할 수 없게 됐다. 그러나 2023년 영업이익의 증가 및 원/달러 환율 안정화로 별도 순이익이 흑자 전환하며 배당 투자 매력도가 다시 부각받을 수 있을 것으로 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 59,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 59,000원을 유지한다. 목표 PBR은 0.5배다. 시장 전체로도 2023년 EPS 하락이 점쳐지는 등 이익 성장이 더 귀해진 시기가 도래했다. 이러한 상황에서 동사의 두 자리 수 이익 증가세는 주가에 프리미엄으로 작용해야 한다는 판단이다.

단순히 배당 잘 주는 유틸리티 업체 뿐만 아니라 수소 관련주로의 조명도 필요한 시점이다. 2021년 9월 'KOGAS 2030 VISION' 발표를 통해 수소 사업 진출을 선언한 동사는 최근 공시를 통해 해외그린수소 도입량에 대한 목표치를 상향 조정하기도 했다. 2024년까지 안정적인 이익 흐름이 예상되는 가운데, PBR 0.3배 주가 수준에서는 Downside보다는 Upside Risk를 더 신경써야 한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2020	20,833.7	898.9	(268.9)	(172.1)	(1,864)	적전	81,040	(16.6)	10.7	0.4	(2.2)	309.3
2021	27,520.8	1,239.7	1,367.3	950.8	10,299	흑전	96,077	3.8	10.7	0.4	11.6	303.6
2022F	45,794.7	1,795.2	1,466.2	1,030.7	11,165	8.4	106,116	3.2	10.2	0.3	11.0	325.6
2023F	56,256.3	2,336.9	2,695.9	1,892.8	20,504	83.6	124,017	1.7	8.5	0.3	17.8	269.3
2024F	57,231.0	2,522.8	2,820.6	2,029.9	21,989	7.2	143,310	1.6	7.7	0.2	16.5	217.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국가스공사 2022년 3분기 실적 전망

(십억원, %)	3Q22F	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	컨센서스	차이 (%)
매출액	9,542.4	5,372.8	77.6	8,852.9	7.8	9,230.1	3.4
영업이익	(175.6)	7.8	적전	289.4	적전	0.3	적전
순이익	(332.6)	(89.3)	적지	147.0	적전	(98.4)	적지
영업이익률	(1.8)	0.1		3.3		0.0	
순이익률	(3.5)	(1.7)		1.7		(1.1)	

자료: Fnguide, 신한투자증권

한국가스공사 영업실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	21	22F	23F	24F
환율 (원/달러)	1,114	1,121	1,157	1,183	1,205	1,260	1,338	1,450	1,144	1,313	1,400	1,250
WTI (달러/배럴)	58	66	71	77	95	109	93	98	68	99	85	77
가스 판매량	12,122	7,381	7,111	10,299	12,716	7,726	7,133	10,667	36,913	38,242	39,501	41,380
도시가스용 (천톤)	7,243	3,474	2,780	5,834	7,642	3,553	2,839	5,887	19,331	19,921	20,261	20,673
발전용 (천톤)	4,879	3,907	4,331	4,465	5,074	4,173	4,294	4,781	17,582	18,322	19,240	20,707
영업실적												
매출액	7,711	4,841	5,373	9,596	13,979	8,853	9,542	13,420	27,521	45,795	56,256	57,231
가스	7,508	4,556	5,013	9,079	13,747	8,505	9,209	13,067	26,157	44,527	54,855	55,784
기타	204	285	359	516	233	348	333	353	1,364	1,267	1,402	1,447
영업이익	765	54	8	413	913	289	(176)	769	1,240	1,795	2,337	2,523
가스	710	21	(86)	356	866	63	(276)	649	1,002	1,303	1,814	1,939
기타	54	33	93	57	47	226	100	119	238	493	523	584
자배주순이익	513	(56)	(89)	583	733	147	(333)	483	951	1,031	1,893	2,030
영업이익률 (%)	9.9	1.1	0.1	4.3	6.5	3.3	(1.8)	5.7	4.5	3.9	4.2	4.4
순이익률 (%)	6.7	(1.2)	(1.7)	6.1	5.2	1.7	(3.5)	3.6	3.5	2.3	3.4	3.5
매출액 증가율												
YoY	(3.2)	18.2	58.5	78.3	81.3	82.9	77.6	39.9	32.1	66.4	22.8	1.7
QoQ	43.3	(37.2)	11.0	78.6	45.7	(36.7)	7.8	40.6				
영업이익 증가율												
YoY	(20.3)	흑전	흑전	58.7	19.4	433.3	적전	86.1	37.9	44.8	30.2	8.0
QoQ	193.8	(92.9)	(85.6)	5,191.4	120.9	(68.3)	적전	흑전				

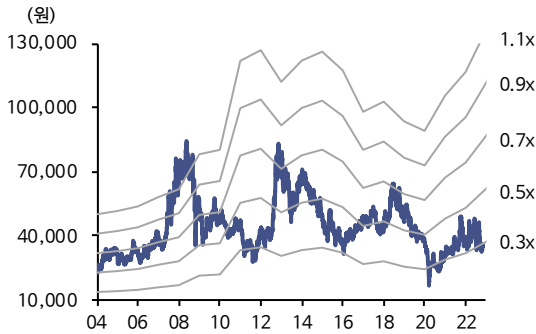
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국가스공사 실적 추정 변경 사항

12월 결산	신규 추정		이전 추정		변화율(%)	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	45,794.7	56,256.3	42,750.9	44,161.9	7.1	27.4
영업이익	1,795.2	2,336.9	1,950.5	2,134.0	(8.0)	9.5
세전이익	1,466.2	2,695.9	1,732.5	1,771.1	(15.4)	52.2
순이익	1,030.7	1,892.8	1,224.0	1,231.4	(15.8)	53.7

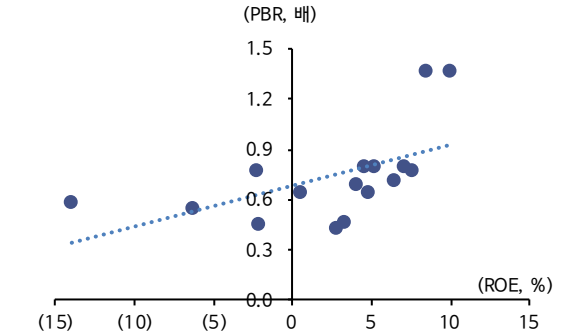
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정

한국가스공사 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

한국가스공사 ROE, PBR 산포도



자료: QuantiWise, 신한투자증권

한국가스공사 ROE(자기자본이익률), COE(자기자본비용), PBR(주가순자산비율)

(단위: %, 배)	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
ROE	10.3	7.5	7.0	9.9	8.4	5.2	3.9	2.7	4.5	(2.3)	4.8	3.2	(6.3)	(14.0)	6.4	0.5	(2.2)	12.0
COE(평균)	4.7	4.8	5.3	5.7	7.0	4.7	4.0	4.9	4.7	3.6	3.1	4.1	6.4	5.1	6.0	5.3	3.6	3.6
COE(최대)	5.3	5.5	5.7	6.6	10.2	7.8	4.5	6.7	5.7	4.2	4.1	5.6	7.3	6.5	6.9	7.0	6.6	5.1
COE(최소)	4.2	4.0	4.8	5.3	6.1	3.5	2.9	3.4	2.9	3.1	1.6	2.7	5.7	4.4	4.6	3.6	2.8	2.4
PBR(평균)	0.64	0.64	0.66	0.90	1.07	0.65	0.49	0.32	0.48	0.59	0.52	0.38	0.43	0.51	0.60	0.53	0.32	0.39
PBR(최대)	0.74	0.78	0.80	1.37	1.37	0.79	0.69	0.43	0.80	0.78	0.64	0.47	0.55	0.59	0.72	0.65	0.46	0.51
PBR(최소)	0.50	0.56	0.55	0.62	0.52	0.50	0.40	0.24	0.31	0.44	0.43	0.32	0.30	0.44	0.46	0.45	0.20	0.34

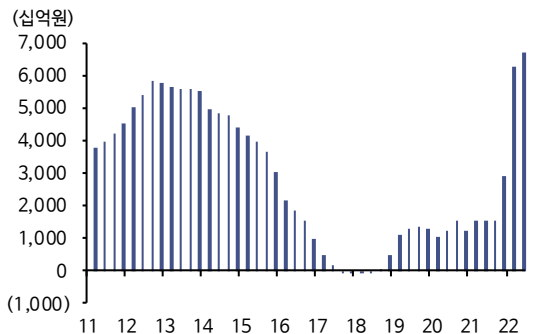
자료: 신한투자증권

한국가스공사 목표주가 산정

항목	내용	비고
A: 12개월 선행 BPS (원)	120,010	
B: 목표 PBR (배)	0.50	ROE, PBR(최대) 회귀분석을 통해 구한 적정 PBR
적정주가(= A x B) (원)	59,713	
목표주가 (원)	59,000	

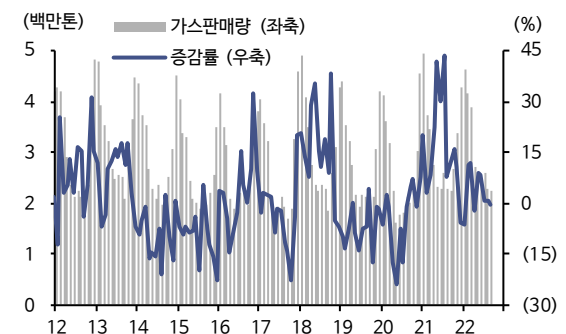
자료: 신한투자증권

한국가스공사 미수금 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국가스공사 가스 판매량 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

한국가스공사 장래사업 경영 계획

정정 전 (2021년 9월)

1. 수소사업

(1) 해외그린수소 생산 및 도입

* 그린수소 도입 로드맵

10만톤('25년) - 20만톤('30년) - 121만톤('40년)

(2) 모빌리티용 수소 인프라 구축

- 창원, 광주, 평택, 통영에서 연간 3.5만톤 생산(~'30년)

(3) 인수기지 기반 배관혼입 프로세스 구축

- 인천, 당진, 삼척, 부산에서 연간 40만톤 생산(~'30년)

(4) 수소 혼소 및 전소 발전

- 인천, 부산, 당진, 보령, 울산, 군산에서 연간 40만톤 수소 생산(~'30년)

(5) 탄소저감 CCUS 사업

- ('30년) 국내 추출수소의 한계를 보완하여 CO₂ 20%감축- ('35년) CO₂ 60%감축- ('40년) CO₂ 100%감축

(6) 수소 충전 인프라 구축

- 액체·기체용 수소충전소 152개소 구축(~'30년)

(7) 분산형 연료전지 사업

- 인천, 평택, 당진, 부산, 광주/전라권, 대구/경상권 지역에서 총 1GW 연료전지발전소 구축(~'30년)

(8) 탄소중립 수소 메가스테이션 플랫폼

- 플랫폼기지를 국내 1호 탄소중립 수소 메가스테이션 플랫폼으로 조성

- LNG냉열을 활용한 액화수소 생산/CO₂액화 및 공기액화 사업, 연료전지발전, 해외그린수소 도입을 통한 배관혼입, 수소 전소발전 실증

- 향후 2호 플랫폼은 통영기지로 확장

(9) 수소 중심 제주 그린아일랜드 사업

- 세계 최초 청정수소 그린아일랜드 조성, 제주 풍력 에너지 및 수전해를 통한 그린수소 생산, 배관혼입 및 혼소/전소발전 실증과 수소충전소 공급

2. 신사업

(1) LNG병커링

- 통영, 당진, 부산 등 국내 LNG병커링 거점의 확장을 통한 해외(베트남, 말레이시아, 인도네시아 등) 친환경 선박허브 네트워크 구축

(2) 콜드체인 클러스터 사업

- 인천, 평택 및 부산 등 국내 생산기지를 냉동·냉장 물류 중심지로 성장 및 해외(베트남, 말레이시아, 인도네시아 등) 저탄소 냉동 물류망 완성

(3) Gas to Power

- LNG조달, 생산기지/배관/발전소 건설 사업을 해외신용국(베트남, 도미니카공화국, 말레이시아, 인도네시아 등) 중심으로 사업 수주 및 확장

정정 후 (2022년 10월)

1. 수소사업

(1) 해외그린수소 생산 및 도입

- '30년 해외 그린수소 100만톤 도입 목표 추진

(2) 액화수소 국내 도입기반 확보

- 액화수소 수송선 확보(~'28년)

- 액화수소 인수기지 건설(~'28년)

(3) 수소혼입 인프라 확보

- 제주 천연가스 공급설비 활용 수소혼입 실증(~'24년)

- 수소전용 배관 개발 및 실증평가(~'25년)

(4) 거점 수소생산 인프라 구축

- 광주, 창원 수소생산기지 준공(~'23년) 및 평택 수소생산기지 준공(~'24년)

- 국내 1호 평택 수소액화기지 준공(~'26년)

(5) 수소 모빌리티용 충전 인프라 구축

- 하이넷 등 수소충전소 116기 구축(~'27년)

2. 신사업

(1) LNG병커링

- 통영, 당진, 부산 등 국내 LNG병커링 거점의 확장을 통한 친환경 선박 허브 네트워크 구축

(2) 콜드체인 클러스터 사업

- 인천, 평택 등 국내 LNG 생산기지 냉열을 활용한 냉동·냉장 물류 중심지로 성장 및 저탄소 냉동 물류망 완성

(3) Gas to Power

- 해외 신용국(베트남, 말레이시아, 인도네시아 등) 중심으로 가스복합발전 및 LNG터미널 사업 수주 및 확장

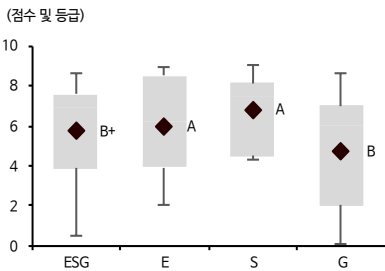
자료: 전자공시시스템, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

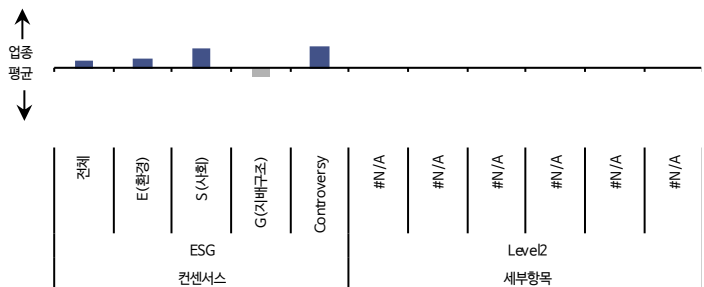
- ◆ 해외그린수소 생산 및 도입을 위한 핵심기술 확보를 목표로 MOU 체결 및 실증연구 참여 등 적극적 노력 중
- ◆ LNG생산기지 기반 수소 생산 인프라 및 수소 충전소 인프라 구축을 통한 수소 네트워크 구축을 위해 힘쓰고 있어
- ◆ 2,800억원 규모의 상생협력패키지를 통해 코로나 방역 및 중소기업 유동성 지원 등 '사회적 가치 실현'을 위해 노력 중
- ◆ 1999년 거래소 상장 이후 높은 배당성향으로 안정적 배당을 시행했고, 향후 배당성향 40% 수준 목표할 전망

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

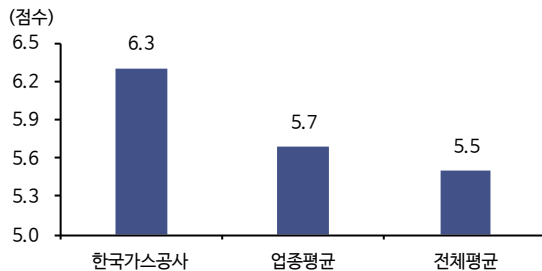
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

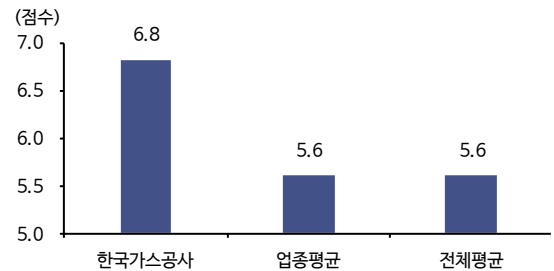
Key Chart

환경 부문 점수 비교



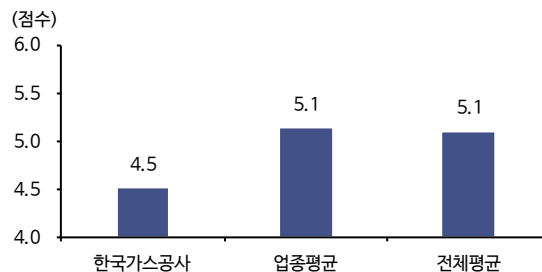
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 부문 점수 비교



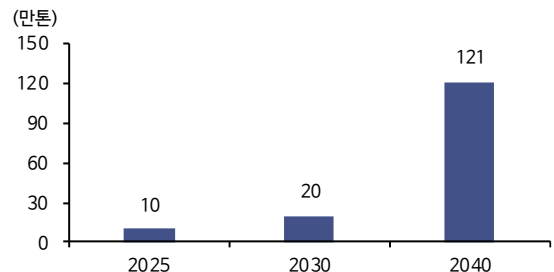
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 부문 점수 비교



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

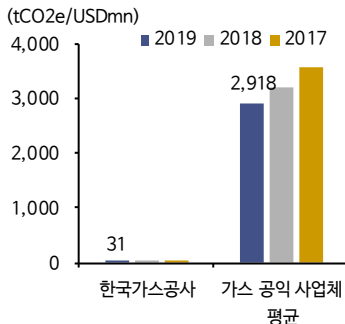
그린수소 공급 목표



자료: 회사 자료, 신한투자증권

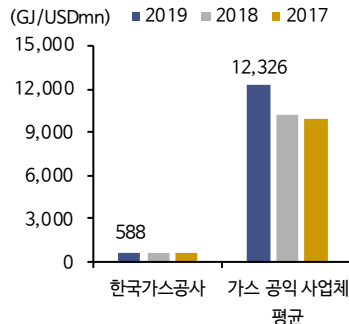
Environment (환경)

온실가스 배출량



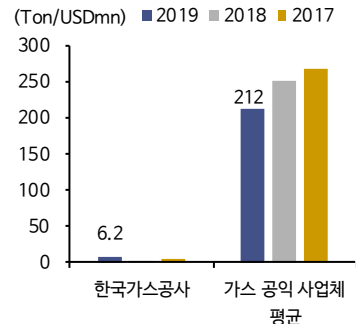
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

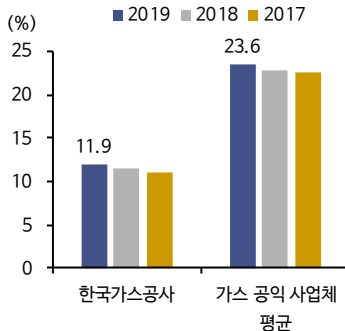
폐기물량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

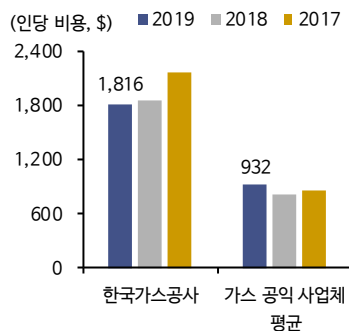
Social (사회)

여성직원 비율



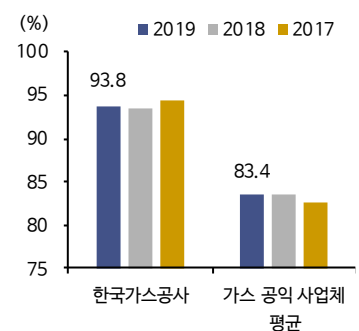
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

직원당 트레이닝 비용



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

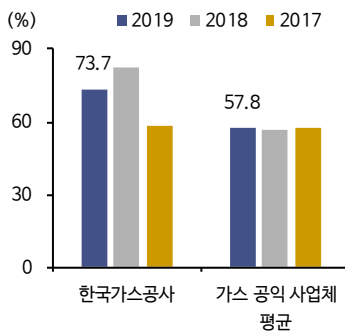
고객 만족도



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

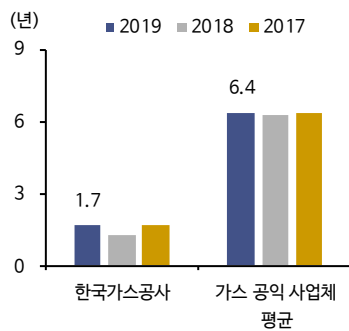
Governance (지배구조)

독립이사 비율



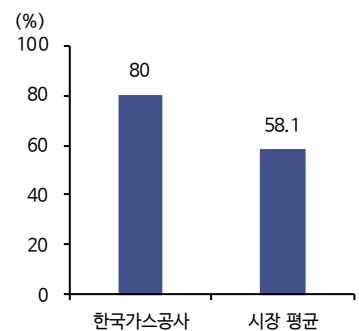
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

이사회 평균 임기



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

기업지배구조 핵심지표 준수를



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	35,909.8	43,669.9	52,517.2	53,902.9	53,701.2
유동자산	7,527.9	13,147.7	16,284.0	17,504.8	17,516.5
현금및현금성자산	331.8	564.5	1,369.2	1,471.9	1,472.9
매출채권	4,093.9	6,656.0	6,522.2	7,011.2	7,015.9
재고자산	1,390.3	3,582.8	3,608.4	3,878.9	3,881.5
비유동자산	28,381.9	30,522.2	36,233.2	36,398.1	36,184.7
유형자산	23,134.1	23,580.8	24,104.2	23,928.7	23,712.1
무형자산	1,594.7	1,745.8	1,844.1	1,844.1	1,844.1
투자자산	2,144.8	2,508.7	4,540.1	4,880.5	4,883.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	28,174.6	34,550.6	42,467.8	42,145.6	40,103.5
유동부채	7,212.8	14,021.7	19,720.3	19,118.4	17,073.6
단기차입금	1,877.3	5,841.5	13,022.2	12,051.4	10,003.1
매출채무	977.7	2,815.2	2,431.6	2,613.9	2,615.7
유동성장기부채	2,003.6	1,933.8	1,777.1	1,777.1	1,777.1
비유동부채	20,961.8	20,528.9	22,747.5	23,027.2	23,029.9
사채	16,285.1	16,241.0	16,850.1	16,850.1	16,850.1
장기차입금(경기금융부채 포함)	2,595.7	2,057.6	2,166.8	2,166.8	2,166.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	7,735.2	9,119.3	10,049.4	11,757.3	13,597.7
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
기타자본	(152.4)	(152.4)	(152.4)	(152.4)	(152.4)
기타포괄이익누계액	(37.2)	21.9	143.3	143.3	143.3
이익잉여금	5,190.8	6,185.3	6,990.6	8,643.1	10,424.1
지배주주지분	7,481.1	8,869.1	9,795.8	11,448.3	13,229.4
비지배주주지분	254.1	250.2	253.6	309.0	368.4
*충차입금	24,308.0	28,339.6	34,331.9	33,399.7	31,351.7
*순차입금(순현금)	23,926.6	27,686.5	32,716.5	31,663.2	29,614.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	3,251.0	(2,070.5)	(336.1)	3,053.5	3,893.2
당기순이익	(160.7)	964.5	1,042.0	1,948.2	2,089.3
유형자산상각비	1,636.7	1,722.3	1,775.8	1,817.0	1,798.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	12.5	4.3	5.0	6.4	6.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	1,279.5	(4,570.1)	(3,573.5)	(730.1)	(13.3)
(법인세납부)	(37.7)	(43.2)	(72.8)	(747.7)	(731.2)
기타	520.7	(148.3)	487.4	759.7	742.9
투자활동으로인한현금흐름	(971.9)	(1,170.3)	(3,389.9)	(2,000.0)	(1,585.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(912.1)	(1,156.2)	(1,755.2)	(1,641.4)	(1,582.2)
유형자산의감소	0.2	8.1	1.5	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(82.6)	(31.4)	(13.6)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	114.1	76.8	(1,530.8)	(340.4)	(3.3)
기타	(91.5)	(67.6)	(91.8)	(18.2)	(0.2)
FCF	2,398.5	(1,719.8)	(458.1)	1,092.6	2,078.0
재무활동으로인한현금흐름	(2,190.0)	3,475.6	4,483.7	(944.4)	(2,299.9)
차입금의 증가(감소)	(1,807.2)	3,313.6	4,840.1	(932.2)	(2,047.9)
자기주식의처분(취득)	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(51.4)	(7.6)	(237.8)	0.0	(240.3)
기타	(381.4)	169.6	(118.6)	(12.2)	(11.7)
기타현금흐름	0.0	0.0	(4.2)	(6.4)	(6.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(14.5)	(2.1)	51.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	74.7	232.8	804.7	102.7	1.0
기초현금	257.1	331.8	564.5	1,369.2	1,471.9
기말현금	331.8	564.5	1,369.2	1,471.9	1,472.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	20,833.7	27,520.8	45,794.7	56,256.3	57,231.0
증감률 (%)	(16.6)	32.1	66.4	22.8	1.7
매출원가	19,513.5	25,859.0	43,555.2	53,332.9	54,112.0
매출총이익	1,320.2	1,661.7	2,239.5	2,923.4	3,119.0
매출총이익률 (%)	6.3	6.0	4.9	5.2	5.4
판매관리비	421.4	422.0	444.3	586.5	596.1
영업이익	898.9	1,239.7	1,795.2	2,336.9	2,522.8
증감률 (%)	(32.6)	37.9	44.8	30.2	8.0
영업이익률 (%)	4.3	4.5	3.9	4.2	4.4
영업외손익	(1,167.8)	127.6	(329.0)	359.0	297.7
금융손익	(696.6)	(591.0)	(744.2)	104.2	97.2
기타영업외손익	(505.2)	538.3	27.6	(109.8)	(114.0)
중속 및 관계기업관련손익	34.1	180.3	387.6	364.6	314.5
세전계속사업이익	(268.9)	1,367.3	1,466.2	2,695.9	2,820.6
법인세비용	(108.2)	402.8	424.1	747.7	731.2
계속사업이익	(160.7)	964.5	1,042.0	1,948.2	2,089.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(160.7)	964.5	1,042.0	1,948.2	2,089.3
증감률 (%)	적전	흑전	8.0	87.0	7.2
순이익률 (%)	(0.8)	3.5	2.3	3.5	3.7
(지배주주)당기순이익	(172.1)	950.8	1,030.7	1,892.8	2,029.9
(비지배주주)당기순이익	11.4	13.8	11.4	55.4	59.4
총포괄이익	(286.2)	1,079.5	1,188.6	1,948.2	2,089.3
(지배주주)총포괄이익	(289.0)	1,053.6	1,159.5	1,832.6	1,965.3
(비지배주주)총포괄이익	2.8	26.0	29.1	115.7	124.0
EBITDA	2,535.6	2,962.0	3,571.0	4,153.9	4,321.7
증감률 (%)	(17.4)	16.8	20.6	16.3	4.0
EBITDA 이익률 (%)	12.2	10.8	7.8	7.4	7.6

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(1,741)	10,448	11,288	21,104	22,633
EPS (지배순이익, 원)	(1,864)	10,299	11,165	20,504	21,989
BPS (자본총계, 원)	83,793	98,787	108,863	127,364	147,301
BPS (지배지분, 원)	81,040	96,077	106,116	124,017	143,310
DPS (원)	0	2,728	0	2,800	2,900
PER (당기순이익, 배)	(17.8)	3.7	3.2	1.7	1.6
PER (지배순이익, 배)	(16.6)	3.8	3.2	1.7	1.6
PBR (자본총계, 배)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
PBR (지배지분, 배)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (배)	10.7	10.7	10.2	8.5	7.7
배당성향 (%)	0.0	24.6	0.0	12.7	12.3
배당수익률 (%)	0.0	7.0	0.0	7.9	8.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.2	10.8	7.8	7.4	7.6
영업이익률 (%)	4.3	4.5	3.9	4.2	4.4
순이익률 (%)	(0.8)	3.5	2.3	3.5	3.7
ROA (%)	(0.4)	2.4	2.2	3.7	3.9
ROE (지배순이익, %)	(2.2)	11.6	11.0	17.8	16.5
ROIC (%)	1.5	3.5	7.5	5.3	5.1
안정성					
부채비율 (%)	364.2	378.9	422.6	358.5	294.9
순차입금비율 (%)	309.3	303.6	325.6	269.3	217.8
현금비율 (%)	4.6	4.0	6.9	7.7	8.6
이자보상배율 (배)	1.3	1.9	2.3	2.8	3.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.5	4.0	4.9	5.3	5.2
재고자산회수기간 (일)	35.4	33.0	28.7	24.3	24.7
매출채권회수기간 (일)	79.4	71.3	52.5	43.9	44.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권



SGC 에너지

| Bloomberg Code (005090 KS) | Reuters Code (005090.KS)

[유틸리티]

박광래 연구위원

☎ 02-3772-1513

✉ krpark@shinhan.com

최민우 연구원

☎ 02-3772-1531

✉ mw.choi@shinhan.com

저평가를 받고 있는 발전·에너지회사



매수
(신규)



현재주가 (11 월 7 일)

31,850 원



목표주가

45,000 원 (신규)



상승여력

41.3%

- ◆ 투자이견 '매수', 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시
- ◆ 영업이익 '22년 2,320억원(+52% YoY), '23년 2,333억원(+0.6%) 전망
- ◆ 두 가지 과도한 우려: 1) 건설경기 악화, 2) SMP 상한제



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com



신한투자증권 기업분석부

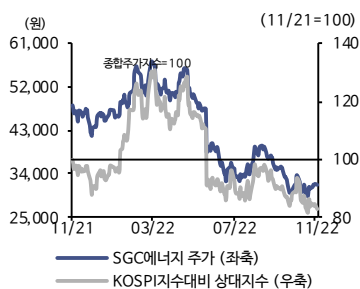
투자판단	매수 (신규)
목표주가	45,000 원 (신규)
상승여력	41.3%

KOSPI	2,371.79p
KOSDAQ	700.48p
시가총액	467.5십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	14.7백만주
유동주식수	6.0백만주(41.1%)
52 주 최고가/최저가	57,200 원/29,600 원
일평균 거래량 (60 일)	29,474 주
일평균 거래액 (60 일)	1,024백만원
외국인 지분율	3.20%

주요주주	
이우성 외 10 인	57.04%

절대수익률	
3 개월	-19.8%
6 개월	-36.2%
12 개월	-31.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-15.7%
6 개월	-28.8%
12 개월	-14.3%

주가차트



투자이견 ‘매수’, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

투자이견 ‘매수’, 목표주가 45,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 목표 PBR 0.87배를 적용해 산정했다. 2022년 실적이 2021년보다 개선될 것이 확실시되고 있는 상황에서도 현재 주가는 각종 우려들이 반영되며 지난해 최저 PBR보다 낮은 0.6배 수준에서 거래되고 있다. 향후 안정적인 실적 달성과 함께 우려들이 해소되며 주가는 저평가 국면에서 벗어날 수 있을 전망이다.

영업이익 '22년 2,320억원(+52% YoY), '23년 2,333억원(+0.6%) 전망

2023년 실적은 매출액 2.9조원(+3.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 2,333억원(+0.6%)을 전망한다. 2022년 50% 이상의 증익에 따른 역기저효과 우려에도 소폭의 이익 성장이 가능하겠다.

SMP가 연평균 기준으로 다소 하락(-8.3%)하면서 발전/에너지 매출액은 전년 대비 11.9% 감소하겠다. 발전/에너지 매출 감소분을 건설/부동산과 유리 부문의 매출 증가로 만회 가능할 전망이다. 수익성이 낮은 부문의 매출 비중이 확대되는 가운데, 원재료비 하향 안정화로 발전/에너지 영업이익률이 올해보다 1.3%p 개선되며 올해 이상의 영업이익을 달성할 것으로 예상된다.

두 가지 과도한 우려: 1) 건설경기 악화, 2) SMP 상한제

올해 이익 증가와 향후 안정적인 실적 달성 전망에도 불구하고 주가가 극심한 저평가 국면을 지나고 있는 이유는 1) 건설업에 대한 밸류에이션 De-rating, 2) SMP 상한제에서 찾을 수 있다.

부동산 PF 우려 집중, 레고랜드발 자금경색 등으로 인해 SGC에너지 매출의 약 70%, 영업이익의 30%를 차지하는 건설/부동산 사업 부문에 대한 목표 밸류에이션 하향 조정이 이뤄지고 있다. 그러나 현재의 수주잔고와 안정성 지표 등을 볼 때 실적의 급격한 감소나 재무상태의 악화 가능성은 낮다고 판단한다. SMP 상한제는 전력시장가격이 ‘급격히 상승하는 비상 상황 시’ 작동하는 정책으로, 간헐적인 상한제 작동이 발전사업자들의 실적을 크게 악화시킬 가능성은 낮다. '23년 에너지 가격이 하향 안정화되면 상한제 시행의 필요성은 더 낮아지게 될 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2020	106.5	7.0	33.8	31.7	4,906	흑전	39,003	8.0	78.8	1.0	7.5	171.0
2021	1,898.4	152.2	132.2	59.9	4,082	(16.8)	40,865	11.6	7.4	1.2	10.2	145.3
2022F	2,800.2	232.0	200.7	119.0	8,107	98.6	46,106	3.9	4.5	0.7	18.6	110.0
2023F	2,907.9	233.3	197.7	118.3	8,060	(0.6)	52,694	4.0	4.2	0.6	16.3	78.8
2024F	2,918.5	237.1	201.2	122.0	8,309	3.1	59,531	3.8	3.8	0.5	14.8	53.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. 기업 개요

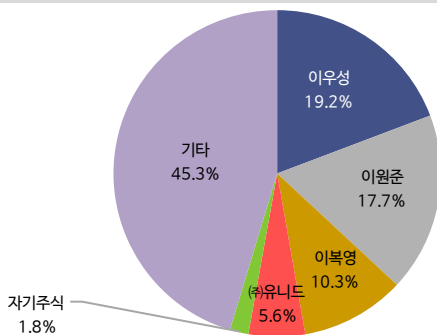
집단지너지사업을 영위하며, 자회사 투자관리를 수행하는 사업 지주회사

2020년 11월 군장에너지와 이테크건설, 삼광글라스의 투자사업부문 3사 합병으로 'SGC에너지' 출범

지배기업은 1967년 6월에 설립됐다. 1999년 12월 1일 삼보유리주식회사를, 2001년 12월 31일 삼광캔주식회사를 흡수합병하며 사세를 확장했다. 2020년 11월 군장에너지, 이테크건설의 투자사업부문, 삼광글라스 투자사업부문 3사 합병에 따라 새롭게 'SGC에너지'가 출범했다. 사업 분야는 발전/에너지, 건설/부동산, 유리, 투자로 나뉘어져 있다. 사업형 지주회사인 SGC에너지를 주축으로 SGC이테크건설, SGC솔루션 등 5개 계열사가 운영되고 있다.

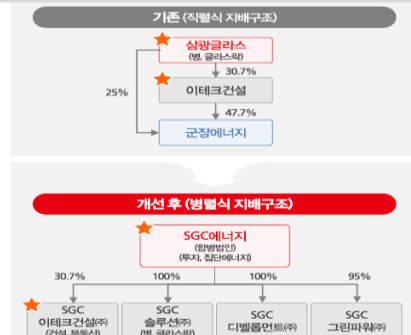
2022년 상반기 연결 기준 사업부문별 매출 비중을 살펴보면, 발전/에너지 42.1%, 건설/부동산 51.1%, 유리 및 기타 6.1%로 종속회사 SGC이테크건설의 매출 기여도가 가장 높다. 그러나 영업이익 기준으로는 발전/에너지가 70.6%로 가장 큰 비중을 차지한다. 발전/에너지 부문의 세부 사업별 매출 비중은 전기 53.3%, REC 28.4%, 증기 15.8%, 기타 2.5%다.

SGC에너지 주요 주주



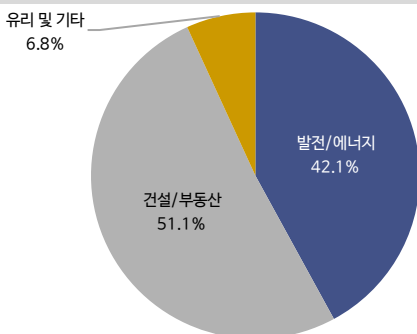
자료: Dart, 신한투자증권 / 주: 2022년 상반기 기준

사업지주회사로 전환한 SGC에너지



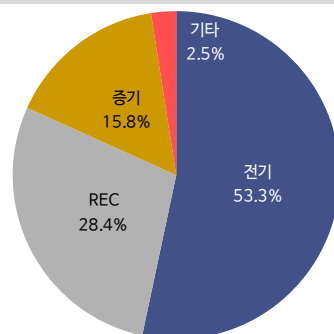
자료: 회사 자료, 신한투자증권

SGC에너지 사업부문별 매출 비중



자료: Dart, 신한투자증권 / 주: 2022년 상반기 기준

SGC에너지 발전/에너지 세부 사업별 매출 비중



자료: Dart, 신한투자증권 / 주: 2022년 상반기 기준

열병합발전소를 통해 증기와 전기를 동시에 생산

2005년 4월 산업통상자원부의 집단에너지사업 허가를 득해 전라북도 군산시에 열병합발전소를 건설하여 2008년 4월부터 상업 생산을 시작했다. 열병합발전소를 통해 증기와 전기를 동시에 생산한다. 군산지방산업단지의 19개 업체(OCI, 대성, 바스프 등)와 충청남도 장항의 1개업체(한솔제지)에 증기를 공급하고 있다. 증기 판매단가는 유연탄 가격에 연동된다. 전기는 자체 사용 후 남는 양을 전력거래소에 역송한다. 매 시간 송전한 양에 대한 계측과 매 시간 공표된 계통한계가격(SMP)으로 판매가격이 정산된다.

친환경 발전소 SGC그린파워 완공

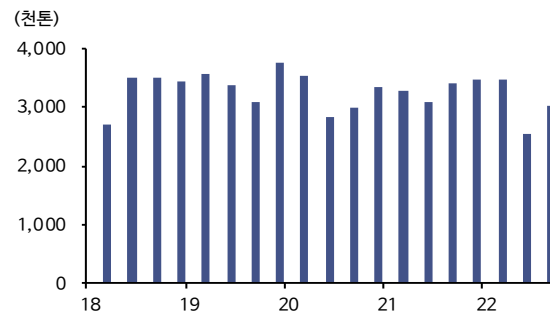
2021년 11월에는 SGC그린파워를 완공했다. 시간당 100MW 규모의 전기를 생산하며 100% 목재펠릿을 사용하는 친환경 발전소로 SGC에너지가 95%, 한수원이 5%의 지분을 보유한다. SGC그린파워의 실적이 2022년 1분기부터 본격 반영되기 시작해, 2021년에는 분기 평균 83.2만MWh였던 전기 생산량이 2022년에는 87.8만MWh로 증가했다.

SGC에너지 증기 수요업체



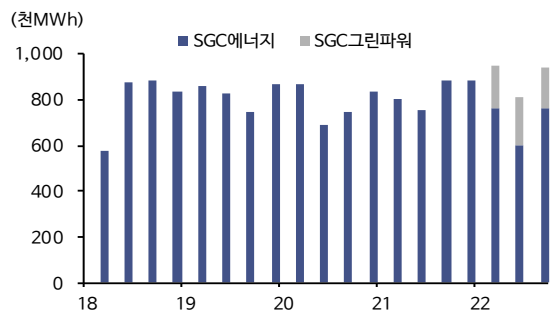
자료: 회사 자료, 신한투자증권

SGC에너지 증기 판매량



자료: 회사 자료, 신한투자증권

SGC에너지 전기 판매량



자료: 회사 자료, 신한투자증권

250MW 용량의 열병합발전소는 신재생연료인 목재펠릿을 혼소 운영 중

2016년 10월부터 250MW 용량의 열병합발전소는 신재생연료인 목재펠릿(바이오매스)을 혼소 운영하고 있다. 순환유동층(CFBC, Circulating Fluidized Bed Combustion) 보일러 운영으로 다양한 연료의 연소를 통해 연료별 혼소율 제어가 가능하다. SGC그린파워에서 발급받는 REC는 20년 장기공급계약을 통해 전량 한수원으로 판매된다. 2025년까지 100% 바이오매스 발전소로의 전환을 추진 중이다. 2021년 10월부터는 60MW 용량의 발전설비에 사용되는 연료를 '국내산 미이용 산림자원'으로 대체해 운영하고 있다. 국내산 미이용 산림자원은 '무탄소 연료'로 분류된다. 나무가 자라면서 다량의 이산화탄소를 흡수하기 때문에 연소 과정에서 나오는 탄소 배출량은 0으로 계산되는 것이다.

목재펠릿 사용해 REC 획득 REC는 RPS 제도에 따라 도입된 인증서로 RPS 의무 사업자에게 판매

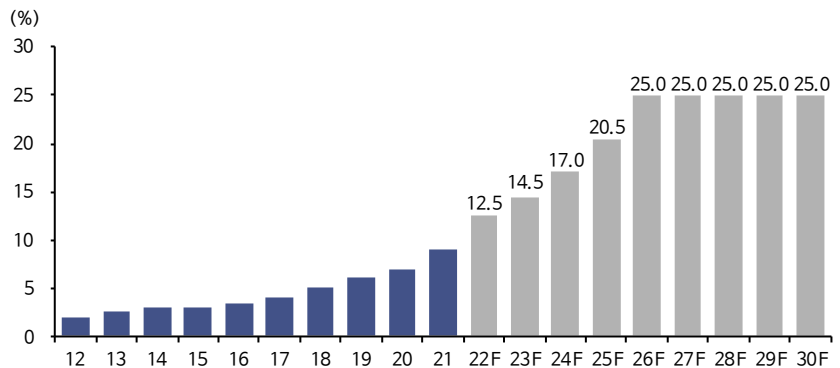
동사는 신재생에너지 원료인 목재펠릿을 사용해 REC(신재생에너지공급인증서, Renewable Energy Certificate)를 획득하고 있다. REC는 RPS(Renewable Portfolio Standard, 신재생에너지 의무비율할당제) 제도에 따라 도입된 인증서다. 신재생에너지설비로 발생하는 REC를 RPS 의무 사업자에게 판매하고 있다. 현물시장 및 계약시장을 통해 REC를 판매하고, 계약가격은 "SMP+1REC가격x가중치"로 결정된다. 따라서 REC 가격과 가중치가 계약가격결정에 큰 영향을 미친다.

REC(Renewable Energy Certificate) 가중치

대분류	소분류	'21년 7월 기준
바이오에너지	목재펠릿/목재칩 전소	0.5
	목재펠릿/목재칩 혼소	-
	미이용 산림바이오매스 전소	2.0
	미이용 산림바이오매스 혼소	1.5
	Bio-SRF 전소	0.25
	기타 바이오에너지(가축분뇨, 고체연료, 바이오중유 등)	1.0
	매립지가스	0.5
	바이오가스	1.0
	흑액	0.25

자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

RPS 이행 의무 비율

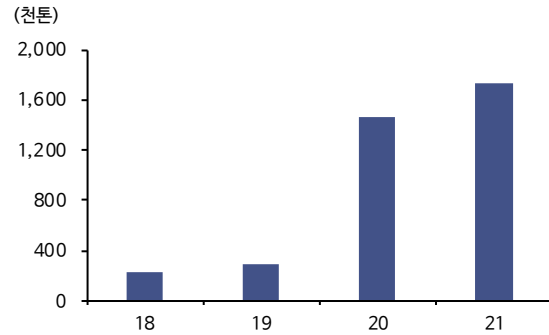


자료: 한국전력, 신한투자증권

온실가스 배출권 잉여분은
타 업체와 거래 통해
추가 수익을 발생시킴

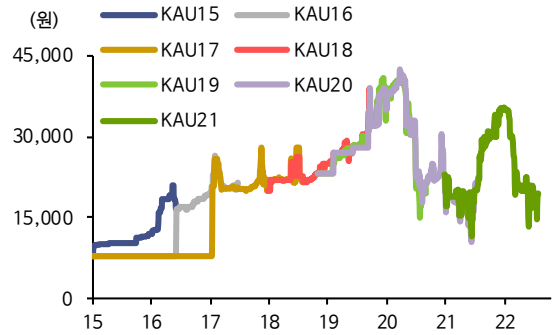
신재생에너지원 사용을 통해 온실가스 감축에 기여하고, 여기서 확보한 온실가스 배출권 잉여분을 타 업체와의 거래를 통해 추가 수익을 발생시키고 있다. 온실가스 배출권 잉여분에 대한 판매 기한은 따로 없으나, 해당연도 잉여분의 50% 이상을 그 해에 판매해야 남은 양을 이월할 수 있다.

SGC에너지 온실가스배출권 판매량



자료: 회사 자료, 신한투자증권

온실가스배출권 가격



자료: 한국거래소, 신한투자증권

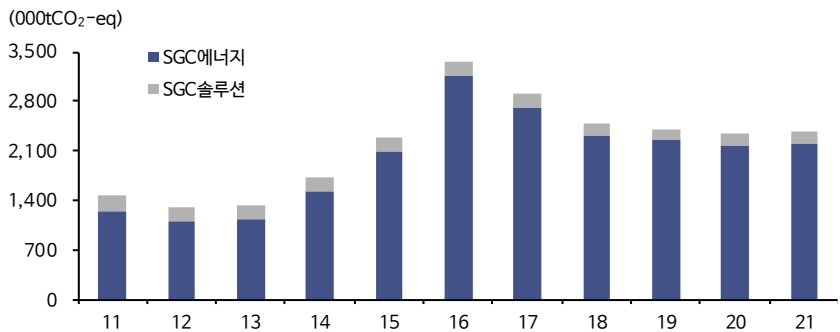
CCU기술 통해
이산화탄소를 포집, 압축,
액화하여 액체탄산을
연간 10만톤 생산할 계획

온실가스를 직접 포집해 재사용이 가능한 물질로 전환하는 이산화탄소 포집 및 활용 사업(CCU, Carbon Capture & Utilization)을 준비 중이다. 2021년 11월, 한국전력과 CCU 기술에 대한 기술 이전 계약을 체결했다. 한전으로부터 이전받은 CCU 기술로 발전소 배기가스 중의 이산화탄소를 90% 이상 분리해 포집하고, 설비 운전에서 소비되는 에너지를 최소화할 수 있다. 이를 통해 발전소 배기가스 중 이산화탄소를 포집, 압축, 액화해 순도 99% 이상의 액체탄산을 연간 10만톤 생산할 계획이다.

CCU설비는 2023년 말
상업운전 목표

CCU 설비는 2023년 말 상업운전을 목표로 하고 있다. 설비 가동과 함께 이산화탄소를 활용할 경우 연간 약 10만톤의 온실가스(액화 이산화탄소 300t-CO₂/일 x 333일 = 99,900톤/년)를 감축할 수 있을 것으로 기대된다. 2024년부터는 실적에 본격 반영될 수 있을 전망이다. 현재 체결된 장기계약물량만으로도 연간 200억원 수준의 매출 달성이 가능할 것으로 보인다. 당장의 매출 기여는 크지 않지만, 향후 수요 증가에 맞춰 생산능력을 확대할 경우 추가적인 매출 달성이 가능할 전망이다.

SGC에너지 온실가스 배출량



자료: NGMS, 신한투자증권

II. Valuation 및 실적 전망

투자의견 매수, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 12개월
선행BPS에 목표 PBR
0.87배를 적용해 산정

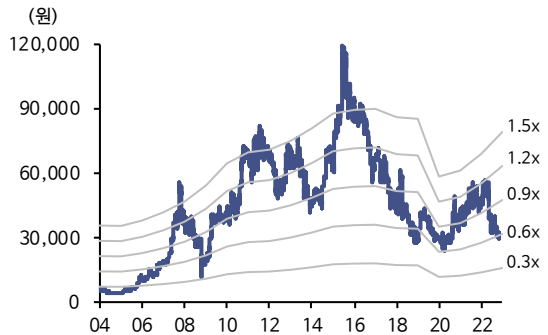
투자의견 ‘매수’, 목표주가 45,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 목표 PBR 0.87배를 적용해 산정했다. 2022년 실적이 2021년보다 개선될 것이 확실시되고 있는 상황에서도 현재 주가는 각종 우려들이 반영되며 지난해 최저 PBR보다 낮은 0.6배 수준에서 거래되고 있다. 향후 안정적인 실적 달성과 함께 우려들이 해소되며 주가는 저평가 국면에서 벗어날 수 있을 전망이다.

SGC에너지 목표주가 산정

항목	내용	비고
12개월 선행 BPS (원)	51,838	
목표 PBR (배)	0.87	2021년 PBR 최저 수준
적정주가 (원)	45,159	
목표주가 (원)	45,000	

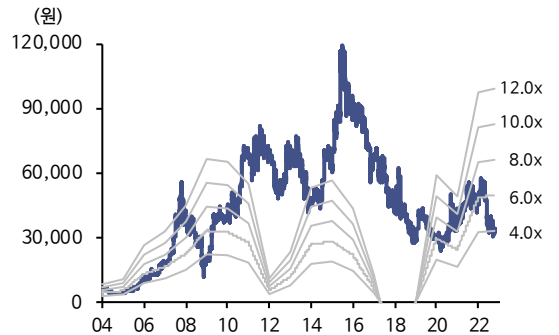
자료: 신한투자증권

SGC에너지 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

SGC에너지 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

SGC에너지 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 신한투자증권

SGC에너지 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 신한투자증권

2023년 매출액 2.9조원(+3.8% YoY), 영업이익 2,333억원(+0.6%) 전망

'22년 역기저효과 우려에도 2023년 실적은 매출액 2.9조원(+3.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 2,333억원(+0.6%)을 전망한다. 2022년 50% 이상의 증익에 따른 역기저효과 우려에도 소폭의 이익 성장이 가능하겠다.

SMP가 연평균 기준으로 다소 하락(-8.3%)하면서 발전/에너지 매출액은 전년대비 11.9% 감소하겠다. 발전/에너지 매출 감소분을 건설/부동산과 유리 부문의 매출 증가로 만회가 가능할 전망이다. 수익성이 낮은 부문의 매출 비중이 확대되는 가운데, 원재료비 하향 안정화로 발전/에너지 영업이익률이 올해보다 1.3%p 개선되며 올해 이상의 영업이익을 달성할 것으로 예상된다.

SGC에너지 영업 실적 추이 및 전망												
(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	21	22F	23F	24F
주요가정	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SMP(원/kWh)	181.5	157.4	192.3	262.7	192.3	148.0	170.5	217.5	93.9	198.5	182.1	173.1
유연탄(달러/톤)	265.7	364.5	416.3	413.7	414.2	414.4	317.9	318.0	136.3	365.0	366.1	361.8
우드펠릿(달러/톤)	162.3	180.9	189.0	180.8	187.0	187.0	176.8	176.9	126.7	178.3	181.9	181.8
매출액	620.4	669.2	707.6	802.9	631.3	671.0	680.9	924.6	1,898.4	2,800.2	2,907.9	2,918.5
발전/에너지	286.6	256.0	263.1	363.2	275.5	220.2	225.1	308.6	490.0	1,168.8	1,029.3	1,008.0
건설/부동산	292.4	366.9	400.7	401.7	307.8	397.5	413.8	577.3	1,316.4	1,461.6	1,696.4	1,719.8
유리	69.3	70.9	70.3	63.6	74.0	79.0	67.9	64.5	253.9	274.1	285.5	293.9
영업이익	74.0	21.5	46.8	89.8	56.7	27.1	42.2	107.5	152.2	232.0	233.3	237.1
발전/에너지	54.6	5.7	40.1	71.8	42.9	12.0	26.8	83.3	78.5	172.3	165.1	165.7
건설/부동산	22.9	10.5	9.0	17.4	13.6	14.2	15.5	23.7	71.5	59.8	67.0	70.0
유리	0.8	1.1	(1.4)	(0.4)	(0.0)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.0)	(1.1)	(0.9)
지배주주순이익	36.0	(0.8)	22.3	61.4	29.1	4.0	16.9	68.4	59.9	119.0	118.3	122.0
영업이익률 (%)	11.9	3.2	6.6	11.2	9.0	4.0	6.2	11.6	8.0	8.3	8.0	8.1
발전/에너지	19.1	2.2	15.2	19.8	15.6	5.4	11.9	27.0	16.0	14.7	16.0	16.4
건설/부동산	7.8	2.9	2.3	4.3	4.4	3.6	3.7	4.1	5.4	4.1	3.9	4.1
유리	1.1	1.5	(2.0)	(0.7)	(0.0)	(0.3)	(0.8)	(0.4)	(0.2)	(0.0)	(0.4)	(0.3)
순이익률 (%)	8.7	1.1	4.2	8.2	6.1	2.1	3.9	8.5	5.2	5.6	5.4	5.4
매출액증감률 (YoY%)	49.2	58.3	79.2	20.8	1.8	0.3	(3.8)	15.2	6.0	47.5	3.8	0.4
발전/에너지	197.8	164.6	151.7	88.7	(3.9)	(14.0)	(14.4)	(15.0)	27.0	138.5	(11.9)	(2.1)
건설/부동산	(0.7)	17.2	57.1	(11.5)	5.3	8.3	3.3	43.7	15.8	11.0	16.1	1.4
유리	(1.2)	3.0	36.0	0.6	6.7	11.5	(3.4)	1.5	(9.7)	7.9	4.2	3.0
영업이익증감률 (YoY%)	139.2	(28.9)	65.6	42.9	(23.4)	25.7	(9.8)	19.7	413.8	52.4	0.6	1.6
발전/에너지	191.9	(48.0)	146.8	120.7	(21.3)	108.3	(33.1)	16.0	25.0	119.3	(4.2)	0.3
건설/부동산	79.8	(49.4)	(35.8)	(27.7)	(40.6)	35.4	71.2	36.5	흑전	(16.4)	12.1	4.5
유리	(37.3)	(42.1)	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주가를 억누르고 있는 두 가지 우려: 1) 건설경기 악화, 2) SMP 상한제

현재 주가는 극심한 저평가 국면을 지나고 있음

토건보다 플랜트가 주를 이뤄 건설/부동산 부문은 주택경기 침체 영향 다소 적게 받을 전망

간헐적인 상한제 작동이 발전사업자들 실적을 크게 악화시킬 가능성은 낮다고 판단

2023년 상한제 작동 가능성은 높지 않음

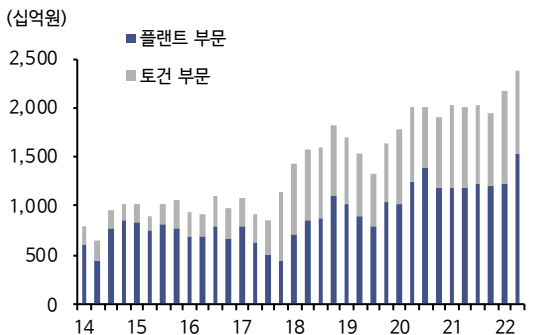
올해 이익 증가와 향후 안정적인 실적 달성 전망에도 불구하고 주가가 극심한 저평가 국면을 지나고 있는 이유는 1) 건설업에 대한 밸류에이션 De-rating, 2) SMP 상한제에서 찾을 수 있다.

부동산 PF 우려 점증, 레고랜드발 자금경색 등으로 건설업에 대한センチ먼트가 극도로 악화되고 있다. 이에 SGC에너지 매출의 약 70%, 영업이익의 30%를 차지하는 건설/부동산 사업 부문에 대한 밸류에이션 하락이 발생했다는 판단이다. 2022년 1~3분기 누적 건설/부동산 매출액은 1.06조원으로 전년동기대비 22.9% 증가했다. 토건보다 플랜트가 주를 이루고 있어, 주택경기 침체의 영향은 다소 적게 받을 것으로 보인다. 그리고 건설경기 악화에 대비해 사업성과 수익성이 좋은 프로젝트들에 대한 수주로 대응을 하고 있어 해당 사업부문에서 큰 폭의 실적 쇼크 가능성은 크지 않다. 현재의 수주잔고와 재무안정성 지표들도 양호한 편이다.

주가에 더 큰 악재로 작용하고 있는 것은 SMP 상한제다. SMP상한제는 전력시장가격이 '급격히 상승하는 비상 상황 시' 작동하는 정책으로, 간헐적인 상한제 작동이 발전사업자들의 실적을 크게 악화시킬 가능성은 낮다고 판단한다. 최근 언론을 통해 알려진 바로는, 12월부터 3개월 간 한시적 적용을 검토하고 있고, 상한 기준도 당초 우려보다는 낮지 않다.

무엇보다 '비상 상황' 여부를 판단할 때 과거 장기 SMP 평균치와의 비교를 하게 되는데, 올해 SMP가 큰 폭의 상승을 시현한 상황이기 때문에 내년도 상한제 작동 가능성이 높지 않다는 판단이다. 다시 말해 2023년에 상한제가 작동하려면 작동 직전까지 SMP가 올해 수준(또는 그 이상)을 상당기간 유지하고 있어야 함을 의미하는데, 그 경우 해당 기간 SGC에너지를 포함한 발전사업자들은 SMP 상승의 수혜를 받을 수 있어 상한제 시행으로 인한 매출 감소를 일부 상쇄할 수 있다.

SGC이테크건설 수주잔고



자료: 회사 자료, 신한투자증권

SMP 상한제 기본 내용 (5월 고시안 기준)

SMP 상한제란?

"전력거래가격이 특별히 급등하는 때"에 긴급상한가격 설정 가능 (SMP상한제 시행)

전력거래가격이 특별히 급등하는 때란 직전 3개월 '가중평균' SMP가 직전 4개월부터 직전 123개월까지의 월별 가중평균 SMP 중 상위 10%에 해당하는 경우

직전 4개월부터 직전 123개월의 가중평균 SMP에 1.25를 곱해 상한가격 설정

과거 지금의 "전력거래가격이 특별히 급등하는 때" 기준에 해당했던 시기는 '11년부터 '13년 초

그러나 SMP상한제가 실시된 적은 없음.

5월 기준으로 산업부가 예상하는 비용절감효과는 월 1,400억원 수준

자료: 전력거래소, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	2,675.4	2,591.5	2,830.5	2,956.5	2,920.3
유동자산	979.5	829.8	1,101.8	1,261.6	1,265.5
현금및현금성자산	174.7	201.0	342.5	387.2	394.5
매출채권	102.6	133.5	161.2	185.6	184.9
재고자산	150.5	184.3	222.5	256.3	255.3
비유동자산	1,695.9	1,761.8	1,728.7	1,694.9	1,654.9
유형자산	1,451.2	1,486.0	1,442.4	1,407.3	1,368.9
무형자산	8.3	9.5	12.6	10.8	9.2
투자자산	43.3	42.9	50.9	54.0	53.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,997.6	1,852.1	1,977.7	1,968.1	1,795.9
유동부채	1,385.6	1,115.8	1,264.0	1,246.3	1,074.3
단기차입금	639.7	427.2	446.6	337.7	168.4
매입채무	259.6	265.7	320.9	369.6	368.1
유동성장기부채	169.6	189.7	215.0	215.0	215.0
비유동부채	612.0	736.4	713.8	721.8	721.6
사채	254.5	314.7	285.9	285.9	285.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	312.4	377.8	374.9	374.9	374.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	677.8	739.4	852.8	988.5	1,124.4
자본금	73.4	73.4	73.4	73.4	73.4
자본잉여금	426.5	426.5	426.5	426.5	426.5
기타자본	(20.4)	(30.1)	(30.1)	(30.1)	(30.1)
기타포괄이익누계액	0.3	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	92.7	130.5	207.0	303.7	404.1
지배주주지분	572.5	599.8	676.7	773.4	873.7
비지배주주지분	105.3	139.6	176.1	215.1	250.7
*총차입금	1,383.7	1,319.4	1,334.4	1,227.2	1,057.9
*순차입금(순현금)	1,159.4	1,074.1	938.4	778.4	602.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(23.6)	117.0	280.3	266.6	272.8
당기순이익	31.7	98.5	157.2	157.3	157.6
유형자산상각비	16.2	106.0	118.0	116.5	113.1
무형자산상각비	0.1	1.2	1.8	1.8	1.6
외환환손(이익)	0.1	(1.5)	0.9	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(4.9)	2.1	1.3	1.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(1.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(45.6)	(115.3)	33.6	(9.5)	0.3
(법인세납부)	(0.0)	(8.4)	(73.0)	(40.4)	(43.6)
기타	(25.1)	41.4	39.7	39.6	42.8
투자활동으로인한현금흐름	83.9	(17.0)	(106.5)	(91.8)	(73.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(37.6)	(129.6)	(84.9)	(81.5)	(74.7)
유형자산의감소	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	(6.2)	(2.6)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	1.3	1.3	(3.1)	0.1
기타	121.8	117.3	(20.5)	(7.2)	1.0
FCF	(116.1)	140.5	186.2	195.7	226.5
재무활동으로인한현금흐름	15.5	(72.9)	(32.7)	(128.7)	(190.9)
차입금의 증가(감소)	16.0	(30.2)	(2.9)	(107.1)	(169.3)
자기주식의처분(취득)	0.1	9.8	(0.1)	0.0	0.0
배당금	0.0	(21.9)	(24.5)	(21.6)	(21.6)
기타	(0.6)	(30.6)	(5.2)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.9	(1.3)	(1.0)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.8)	(0.5)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	75.8	26.3	141.5	44.8	7.2
기초현금	98.9	174.7	201.0	342.5	387.3
기말현금	174.7	201.0	342.5	387.3	394.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	106.5	1,898.4	2,800.2	2,907.9	2,918.5
증감률 (%)	(62.5)	1,681.7	47.5	3.8	0.4
매출원가	93.0	1,642.3	2,476.4	2,570.9	2,577.7
매출총이익	13.5	256.1	323.8	337.0	340.9
매출총이익률 (%)	12.7	13.5	11.6	11.6	11.7
판매관리비	6.5	103.9	91.8	103.6	103.7
영업이익	7.0	152.2	232.0	233.3	237.1
증감률 (%)	525.8	2,069.5	52.4	0.6	1.6
영업이익률 (%)	6.6	8.0	8.3	8.0	8.1
영업외손익	26.8	(20.1)	(31.3)	(35.6)	(36.0)
금융손익	(4.8)	(26.1)	(30.2)	(34.3)	(34.8)
기타영업외손익	14.2	6.1	(1.2)	(1.3)	(1.1)
중속 및 관계기업관련손익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	33.8	132.2	200.7	197.7	201.2
법인세비용	2.1	33.7	43.5	40.4	43.6
계속사업이익	31.7	98.5	157.2	157.3	157.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	31.7	98.5	157.2	157.3	157.6
증감률 (%)	7,334.2	210.5	59.6	0.1	0.2
순이익률 (%)	29.8	5.2	5.6	5.4	5.4
(지배주주)당기순이익	31.7	59.9	119.0	118.3	122.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	38.6	38.2	39.0	35.6
총포괄이익	32.3	94.1	157.9	157.3	157.6
(지배주주)총포괄이익	32.3	58.2	35.3	(0.7)	(0.7)
(비지배주주)총포괄이익	0.0	36.0	122.6	158.0	158.3
EBITDA	23.4	259.4	351.8	351.7	351.8
증감률 (%)	(18.8)	1,010.0	35.6	(0.0)	0.0
EBITDA 이익률 (%)	21.9	13.7	12.6	12.1	12.1

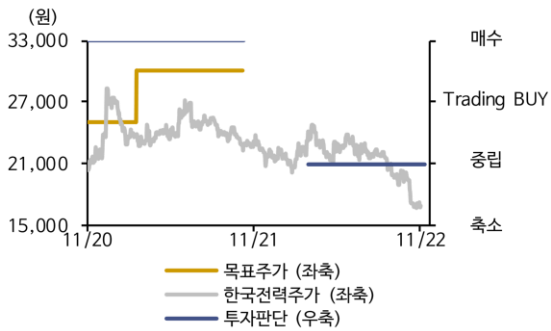
주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	4,907	6,710	10,711	10,718	10,738
EPS (지배순이익, 원)	4,906	4,082	8,107	8,060	8,309
BPS (자본총계, 원)	46,181	50,379	58,102	67,347	76,613
BPS (지배지분, 원)	39,003	40,865	46,106	52,694	59,531
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
PER (당기순이익, 배)	8.0	7.0	3.0	3.0	3.0
PER (지배순이익, 배)	8.0	11.6	3.9	4.0	3.8
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.9	0.5	0.5	0.4
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.2	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	78.8	7.4	4.5	4.2	3.8
배당성향 (%)	69.2	36.1	18.2	18.3	17.7
배당수익률 (%)	3.8	3.2	4.7	4.7	4.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	21.9	13.7	12.6	12.1	12.1
영업이익률 (%)	6.6	8.0	8.3	8.0	8.1
순이익률 (%)	29.8	5.2	5.6	5.4	5.4
ROA (%)	1.9	3.7	5.8	5.4	5.4
ROE (지배순이익, %)	7.5	10.2	18.6	16.3	14.8
ROIC (%)	(1.0)	4.9	10.8	11.4	11.6
안정성					
부채비율 (%)	294.7	250.5	231.9	199.1	159.7
순차입금비율 (%)	171.0	145.3	110.0	78.8	53.5
현금비율 (%)	12.6	18.0	27.1	31.1	36.7
이자보상배율 (배)	1.4	4.6	5.4	5.6	6.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	0.7	11.1	17.3	15.3	14.4
재고자산회수기간 (일)	380.4	32.2	26.5	30.1	32.0
매출채권회수기간 (일)	260.3	22.7	19.2	21.8	23.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

한국전력 (015760)

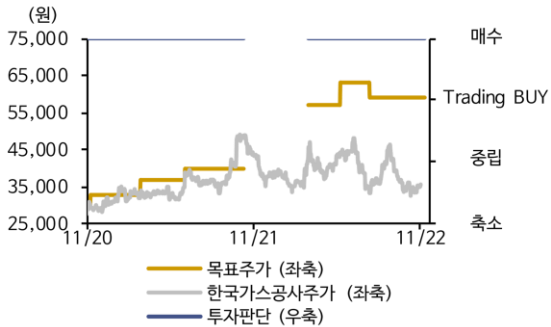


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 09월 24일	매수	25,000	(7.9)	13.2
2021년 02월 22일	매수	30,000	(18.9)	(9.5)
2021년 10월 14일	커버리지제외	-	-	-
2022년 03월 03일	중립	-	-	-
2022년 09월 04일	6개월경과	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

한국가스공사 (036460)

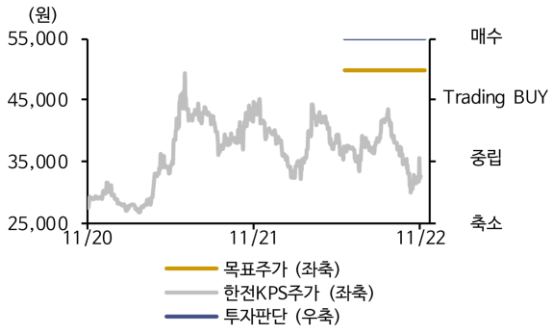


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 09월 24일	매수	30,000	(6.5)	8.2
2020년 11월 13일	매수	33,000	(4.9)	6.1
2021년 03월 02일	매수	37,000	(10.9)	(5.7)
2021년 06월 07일	매수	40,000	(4.4)	22.8
2021년 10월 14일	커버리지제외		-	-
2022년 03월 03일	매수	57,000	(28.5)	(17.5)
2022년 05월 12일	매수	63,000	(34.0)	(23.7)
2022년 07월 15일	매수	59,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

한전KPS (051600)

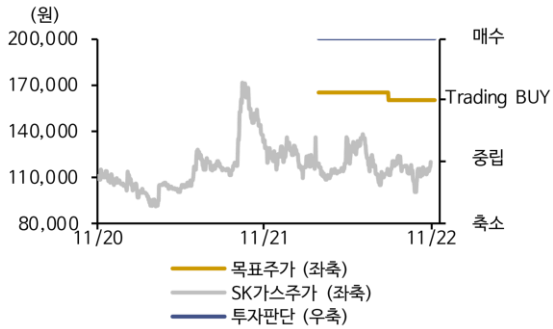


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 04월 14일		커버리지제외	-	-
2022년 05월 24일	매수	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

SK가스 (018670)

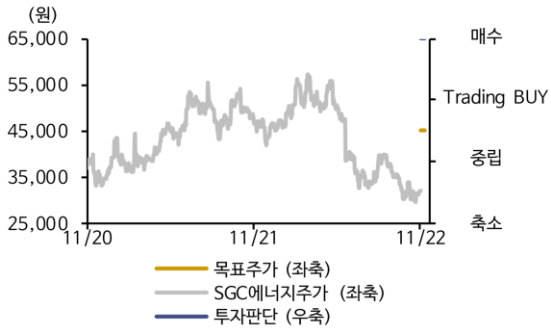


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 03일	매수	165,000	(28.2)	(16.4)
2022년 08월 03일	매수	160,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

SGC에너지 (005090)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 04일	매수	45,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박광래, 최민우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 한국전력을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기회사 한국가스공사를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 1일 기준)

매수 (매수)	96.64%	Trading BUY (중립)	1.49%	중립 (중립)	1.87%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------