



# SK가스 (018670)

## 울산GPS 정지 영향을 상쇄한 LPG 트레이딩 서프라이즈

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 320,000원

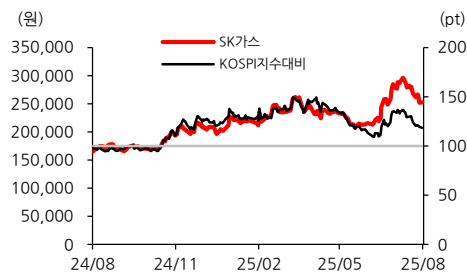
현재 주가(8/4)	252,500원
상승여력	▲ 26.7%
시가총액	23,344억원
발행주식수	9,245천주
52 주 최고가 / 최저가	296,000 / 165,200원
90 일 일평균 거래대금	41.53억원
외국인 지분율	7.4%
주주 구성	
SK 디스커버리 (외 3 인)	72.2%
자사주 (외 1 인)	2.8%
SK 가스우리사주 (외 1 인)	0.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.5	7.7	19.4	45.4
상대수익률(KOSPI)	-12.6	-15.3	-7.5	27.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,992	7,096	7,492	7,421
영업이익	304	287	441	406
EBITDA	411	451	708	681
지배주주순이익	316	179	279	278
EPS	34,267	19,375	31,057	30,998
순차입금	2,114	3,042	2,992	2,849
PER	4.3	10.7	8.1	8.1
PBR	0.5	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.5	11.0	7.5	7.6
배당수익률	5.4	3.9	3.2	3.2
ROE	12.9	6.7	9.8	9.2

**주가 추이**



SK 가스는 2 분기 울산GPS 가동이 감소했으나, LPG 트레이딩을 통해 견조한 실적을 유지했습니다. 3 분기부터는 울산 GPS 가동이 정상화되며 견조한 실적을 이어나갈 전망입니다. 향후 대규모 CAPEX 종료 및 투자 사업의 본격 이익 기여로 주주환원도 확대될 것으로 기대합니다.

**2분기: LPG 트레이딩 서프라이즈**

동사의 2분기 실적은 매출액 1.9조 원, 영업이익 1,207억 원으로 컨센서스(매출액 1.8조 원, 영업이익 805억 원)를 상회했다. LPG 사업부 서프라이즈 영향이며, 울산GPS는 기대치를 하회했다. LPG 부문은 지정학적 리스크로 LPG/LNG 가격 변동성이 확대됨에 따라 트레이딩 이익을 극대화했다. 그러나 헛지 목적의 LPG 파생상품 활용으로 영업외에서 351억 원 손실을 기록했다. 울산GPS는 2분기 SMP가 반등(1Q25 116원/kWh → 2Q25 123원/kWh)했음에도, 공장 초기 가동에 따르는 일회성 유지보수로 판매량이 감소(QoQ -60%)하고, CP(용량요금)가 줄어들며 영업이익이 26억 원(QoQ -488억 원)으로 크게 위축됐다. SKA는 스프레드 축소로 지분법 손실이 확대됐다.

**3분기: 울산GPS 운영 재개되며 실적 정상화**

동사의 3분기 실적으로 매출액 2.0조 원, 영업이익 1,094억 원을 전망한다. LPG 사업부는 제품 가격이 안정화되면서 트레이딩 이익이 평년 수준으로 돌아갈 것으로 예상되고, 울산GPS는 폭염으로 인한 SMP 강세와 가동 재개에 힘입어 569억 원 규모의 영업이익이 기대된다. 장기적으로는 KET(지분: SK가스 47%, 한국석유공사 53%)를 통한 LNG 탱크 전대 사업이 기대된다. 3탱크가 운영되는 2H26부터 실적 턴어라운드를 예상하며, 이를 기반으로 안정적 이익 기반과 트레이딩 기회도 확대될 전망이다.

**목표주가 32만 원으로 상향, 투자의견 BUY 유지**

동사에 대한 목표주가를 32만 원으로 상향한다. PBR 1.0배를 적용했다. 동사는 20~24년 약 2조 원의 CAPEX를 집행했고, 2025~2029년 사이 약 1조 원의 투자를 계획하고 있다. 이제는 그동안 투자한 울산GPS 및 KET를 통해 세전이익 확대 및 FCF 개선이 예상되고, 주주환원도 병행될 전망이다. 연결 지배순이익의 25% 이상을 배당할 계획이며, ROE 12% 초과 달성 시 추가 환원책도 실행될 예정이다.

[표1] SK가스 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,726	1,651	1,734	1,985	1,827	2,007	1,880	1,728	6,992	7,096	7,442	7,251
QoQYoY(%)	6%	-4%	5%	14%	-8%	10%	-6%	-8%	-13%	1%	5%	-3%
영업이익	75	47	43	123	113	101	98	95	304	287	407	387
영업이익률(%)	4.3%	2.8%	2.5%	6.2%	6.2%	5.0%	5.2%	5.5%	4.3%	4.0%	5.5%	5.3%
EBITDA	107	85	85	174	174	163	161	158	411	451	657	646
EBITDAM(%)	6.2%	5.1%	4.9%	8.8%	9.5%	8.1%	8.6%	9.2%	5.9%	6.4%	8.8%	8.9%
LPG 사업												
매출액	1,726	1,645	1,687	1,853	1,597	1,795	1,657	1,522	6,992	6,910	6,571	6,367
영업이익	79	49	42	95	46	55	51	47	319	266	199	194
영업이익률(%)	4.6%	3.0%	2.5%	5.1%	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	4.6%	3.8%	3.0%	3.0%
울산 GPS												
매출액		7	47	132	230	212	223	206	-15	185	871	884
영업이익	-4	-2	1	27	51	46	47	48	0	26	192	193
영업이익률(%)		-32.7%	1.1%	20.7%	22.3%	21.6%	21.2%	23.2%	0.0%	13.8%	22.1%	21.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

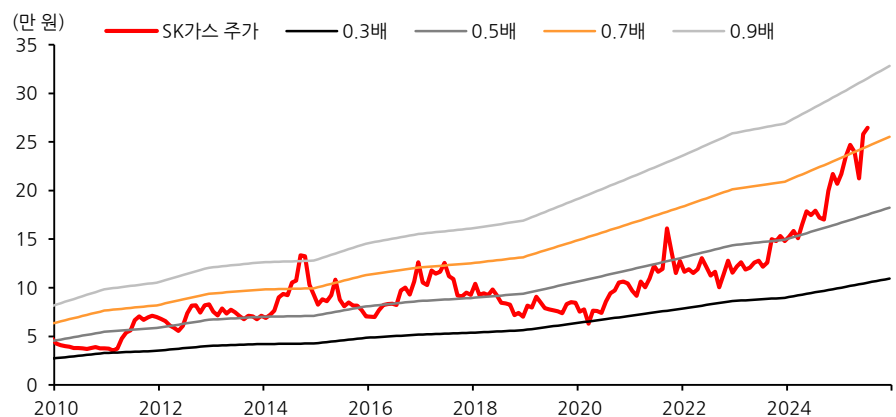
[표2] SK 가스 PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	318,077	2025년 BPS 추정치
Target P/B(배)	1.0	
주당 적정가치	318,077	
목표 주가	320,000	
현재 주가	252,000	
상승 여력	+27%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK 가스 12m forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,066	6,992	7,096	7,492	7,421
매출총이익	678	616	608	782	744
영업이익	390	304	287	441	406
EBITDA	499	411	451	708	681
순이자손익	-52	-59	-46	-74	-79
외화관련손익	-80	-37	-68	0	0
지분법손익	-49	-51	-77	-78	-52
세전계속사업손익	305	438	240	335	352
당기순이익	257	316	178	277	278
지배주주순이익	257	316	179	279	278
<b>증가율(%)</b>					
매출액	24.2	-13.3	1.5	5.6	-1.0
영업이익	270.2	-22.2	-5.4	53.4	-7.9
EBITDA	133.5	-17.5	9.6	57.1	-3.8
순이익	3.1	23.0	-43.8	55.8	0.4
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	8.4	8.8	8.6	10.4	10.0
영업이익률	4.8	4.3	4.0	5.9	5.5
EBITDA 이익률	6.2	5.9	6.4	9.4	9.2
세전이익률	3.8	6.3	3.4	4.5	4.7
순이익률	3.2	4.5	2.5	3.7	3.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	140	617	373	603	607
당기순이익	257	316	178	277	278
자산상각비	108	108	163	267	275
운전자본증감	-157	337	12	-24	-1
매출채권 감소(증가)	-54	196	-164	123	8
재고자산 감소(증가)	2	16	-49	-11	5
매입채무 증가(감소)	-6	42	155	-128	-6
투자현금흐름	-57	-520	-163	-493	-404
유형자산처분(취득)	-509	-569	-349	-333	-267
무형자산 감소(증가)	-4	-5	-4	-12	-12
투자자산 감소(증가)	387	67	116	-11	-12
재무현금흐름	146	-9	-147	-72	-72
차입금의 증가(감소)	253	-40	0	0	0
자본의 증가(감소)	-55	-67	-72	-72	-72
배당금의 지급	55	67	72	72	72
총현금흐름	383	381	415	627	608
(-)운전자본증가(감소)	-233	-317	-285	24	1
(-)설비투자	509	571	351	333	267
(+)자산매각	-4	-3	-2	-12	-12
Free Cash Flow	103	124	346	258	327
(-)기타투자	321	-7	198	137	113
잉여현금	-218	130	148	121	214
NOPLAT	329	219	213	364	321
(+) Dep	108	108	163	267	275
(-)운전자본투자	-233	-317	-285	24	1
(-)Capex	509	571	351	333	267
OpFCF	162	73	310	275	327

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,581	2,485	2,609	2,558	2,700
현금성자산	626	811	865	915	1,057
매출채권	968	750	957	834	826
재고자산	462	448	496	506	502
비유동자산	3,250	3,597	4,931	5,067	5,133
투자자산	1,514	1,382	2,274	2,332	2,393
유형자산	1,621	2,102	2,533	2,607	2,608
무형자산	116	113	125	128	132
자산총계	5,832	6,082	7,540	7,625	7,833
유동부채	1,743	1,461	2,021	1,897	1,895
매입채무	348	397	726	598	593
유동성이자부채	1,317	1,001	1,206	1,206	1,206
비유동부채	1,748	2,033	2,780	2,783	2,786
비유동이자부채	1,644	1,925	2,701	2,701	2,701
부채총계	3,491	3,494	4,801	4,680	4,681
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	195	195	195	195	195
이익잉여금	2,110	2,353	2,466	2,673	2,880
자본조정	-11	-14	21	21	21
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	2,341	2,588	2,738	2,945	3,152

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	27,852	34,267	19,375	31,057	30,998
BPS	253,611	279,632	295,658	318,077	340,438
DPS	6,500	8,000	8,000	8,000	8,000
CFPS	41,455	41,235	44,917	67,922	65,910
ROA(%)	4.7	5.3	2.6	3.7	3.6
ROE(%)	11.5	12.9	6.7	9.8	9.2
ROIC(%)	9.0	5.6	4.8	7.2	6.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	4.1	4.3	10.7	8.1	8.1
PBR	0.5	0.5	0.7	0.8	0.7
PSR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	2.8	3.6	4.6	3.7	3.8
EV/EBITDA	6.8	8.5	11.0	7.5	7.6
배당수익률	5.6	5.4	3.9	3.2	3.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	149.1	135.0	175.3	158.9	148.5
Net debt/Equity	99.8	81.7	111.1	101.6	90.4
Net debt/EBITDA	468.5	514.0	674.9	422.7	418.4
유동비율	148.1	170.1	129.1	134.9	142.5
이자보상배율(배)	6.8	3.9	3.7	4.3	3.8
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	64.4	64.0	61.2	61.1	60.0
현금+투자자산	35.6	36.0	38.8	38.9	40.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	55.8	53.1	58.8	57.0	55.3
자기자본	44.2	46.9	41.2	43.0	44.7

[ Compliance Notice ]

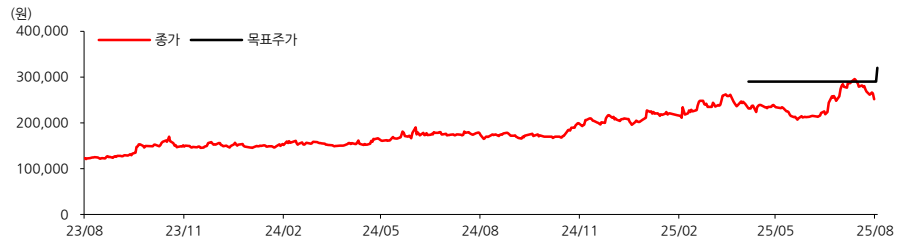
(공표일: 2025년 08월 05일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ SK가스 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.25	2025.05.13	2025.05.30	2025.06.27
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000
일 시	2025.08.05					
투자의견	Buy					
목표가격	320,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.04.07	Buy	290,000	-16.12	2.07
2025.08.05	Buy	320,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2025년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%