

# SK 가스 (018670/KS)

## 자본재배치의 강자

SK증권 리서치센터

### Not Rated

목표주가: -

현재주가: 176,300 원

상승여력: -



Analyst  
나민식, CFA

minsik@sks.co.kr  
3773-9503

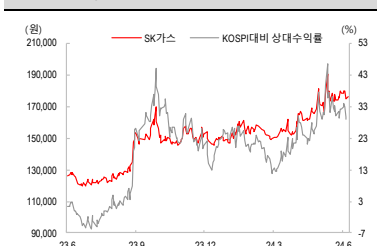
#### Company Data

발행주식수	923 만주
시가총액	1,613 십억원
주요주주	
SK디스커버리(외2)	72.33%
자사주	2.76%

#### Stock Data

주가(24/07/01)	176,300 원
KOSPI	2,804.31pt
52주 최고가	190,500 원
52주 최저가	119,800 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 자본 재배치의 강자

안정적인 LPG 유통업을 바탕으로 석유화학(SK 어드밴스), 발전사업(울산 GPS)로 사업을 확장하는 기업. LPG 유통업은 국내에서 E1과 함께 과점(양사 합계 M/S: 70%)을 영위하면서 안정적인 현금흐름을 창출하고 있음. LPG 유통업은 안정적이거나, 신규 수요 부족으로 국내 LPG 판매량은 매년 감소하는 추세. 이를 극복하고자 SK 가스는 사업 다각화의 일환으로 16년 SK 어드밴스드 PDH/PP 플랜트 가동 → 19년 LPG 트레이딩사업 개시 → 24년(예정) LNG/LPG 겸용 발전소 가동을 앞두고 있음.

### 4Q24 부터 울산 발전소 가동

동사의 투자포인트를 순서대로 나열하면 다음과 같다. ① 울산 발전소 가동이 눈앞에 다가왔으며 ② 1톤 LPG 트럭 판매량이 증가하면서 LPG 신규수요가 기대되며 ③ 신성장 동력(ESS/수소)에서 실적개선이 기대가 된다. 여기서 가장 실적가시성이 높은 부분이 울산 발전소 가동이다. 울산 발전소는 24년 4월 LNG 카고 입항한 이후 시운전 시작 → 24년 6월 Siemens 터빈 테스트 → 24년 9~10월 상업운전을 예정에 두고 있다. 계획대로 진행된다면 4Q24 부터 발전사업에서 분기 매출액 3,000 억원, 영업이익 300 억원이 인식될 것으로 기대된다. 23년 동사의 연간 영업이익이 3,040 억원임을 생각한다면, 울산 발전소 가동은 펀더멘털이 한단계 올라가는 계기가 될 것으로 생각한다.

### 실적개선이 눈앞에, 주가는 저평가

24년 실적기준으로 PER 7.9 배, PBR 0.6 배, 배당수익률 4.6%에 거래되고 있다. 울산 발전소 실적이 온기로 반영되는 25년 연간 매출액 7.8 조원(YoY +12.9%), 영업이익 4,860 억원(YoY +70.6%, OPM 6.2%), 세전이익 4,840 억원(YoY +69.5%, EBT Margin 6.2%)을 전망한다. 발전소 가동으로 25년 영업이익이 성장성에 주목할 시점이다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	6,495	8,066	6,992	6,911	7,802	7,958
영업이익	십억원	105	390	304	285	486	492
순이익(지배주주)	십억원	249	257	316	203	353	357
EPS	원	27,005	27,852	34,267	21,998	38,243	38,647
PER	배	4.7	4.1	4.3	7.9	4.6	4.5
PBR	배	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	12.9	6.2	7.9	8.1	3.5	2.6
ROE	%	12.4	11.5	12.9	7.7	12.4	11.4

울산 GPS 개요

구분	내용
사업명	울산 가스복합화력 발전사업
사업부지	울산 남구 울산미포국가산업단지 내 부곡·용연지구 (약 42,000 평)
발전설비	설비용량 : 1,227MW (가스터빈 2기, 배열회수보일러 2기, 증기터빈 1기)
제품판매방식	생산된 전기를 한국전력거래소를 통해 판매
건설기간	2022년 03월 ~ 2024년 12월
운영기간	2024년 09월 ~ 2054년 09월 (발전소 준공일로부터 30년)
재원조달	1조 4,120억원 (타인자본, 자기자본 비중 약 75:25)
연료도입	SK Gas International Pte.Ltd (싱가폴 법인, SK 가스 자회사) LNG 직도입 예정
연료조달	5km 떨어진 KET(코리아에너지터미널)에서 배관을 통해서 연료를 공급받음
터미널이용계약	코리아에너지터미널
EPC	SK 에코엔지니어링
LTSA	Siemens Energy

자료: SK 가스, SK 증권

울산 GPS 조감도



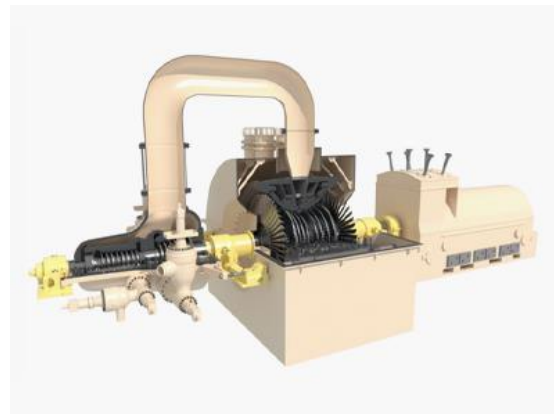
자료: SK 가스, SK 증권

가스터빈 (SGT6-9000HL / 410MW×2기)



자료: SK 가스, SK 증권

스팀터빈 (SST-5000 / 406MW×1기)

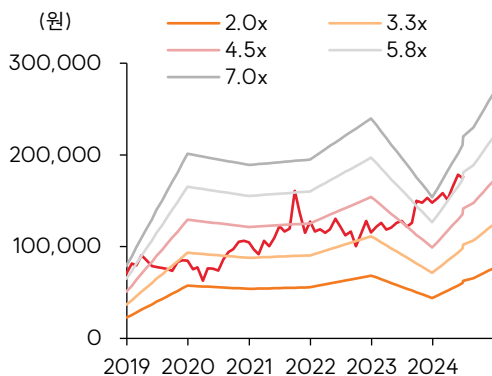


자료: SK 가스, SK 증권

분기실적추정 (십억원)												
Key Factors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
LPG 판매량(천톤)	2,104	1,840	2,064	1,610	1,866	1,756	1,756	1,788	1,784	1,771	1,775	1,779
LPG 판매단가(만원/톤)	102	81	83	100	92	90	92	92	92	92	92	92
전력 판매단가(원/kWh)	-	-	-	-	-	-	-	140	140	140	140	140
<b>매출액</b>	<b>2,150</b>	<b>1,494</b>	<b>1,720</b>	<b>1,628</b>	<b>1,726</b>	<b>1,593</b>	<b>1,627</b>	<b>1,964</b>	<b>1,953</b>	<b>1,943</b>	<b>1,950</b>	<b>1,955</b>
YoY(%)	-9.2	-21.6	-6.6	-16.6	-19.7	6.6	-5.4	20.6	13.2	22.0	19.9	-0.5
가스	2,150	1,494	1,720	1,628	1,726	1,593	1,627	1,661	1,657	1,643	1,647	1,652
기타	0	0	0	0	0	0	0	303	297	300	303	303
<b>영업비용</b>	<b>1,942</b>	<b>1,427</b>	<b>1,662</b>	<b>1,657</b>	<b>1,651</b>	<b>1,541</b>	<b>1,588</b>	<b>1,846</b>	<b>1,831</b>	<b>1,818</b>	<b>1,822</b>	<b>1,846</b>
원재료	1,838	1,340	1,573	1,519	1,546	1,455	1,493	1,645	1,659	1,647	1,651	1,655
임직원급여	31	19	19	44	29	29	29	29	29	29	29	29
수송저유비	8	5	6	8	8	8	8	10	10	10	10	10
변동비	17	12	15	22	17	13	16	29	20	19	20	20
감가상각비	27	27	27	27	32	26	26	94	94	94	94	94
기타	21	24	22	36	20	11	16	39	20	19	20	39
<b>영업이익</b>	<b>208</b>	<b>67</b>	<b>58</b>	<b>-29</b>	<b>75</b>	<b>52</b>	<b>40</b>	<b>118</b>	<b>123</b>	<b>125</b>	<b>128</b>	<b>109</b>
YoY(%)	96.5	17.2	-12.5	적전	-64.1	-21.7	-31.2	흑전	64.7	138.9	224.0	-7.4
OPM(%)	9.7	4.5	3.4	-1.8	4.3	3.3	2.4	6.0	6.3	6.4	6.6	5.6
종속/관계기업관련 손익	-11	0	-20	-21	-30	-18	-22	-23	-23	-22	-22	-23
금융수익(비용)	27	-58	126	86	-19	31	38	2	8	20	17	2
기타 영업외손익	-22	3	5	18	9	9	10	12	10	10	11	11
<b>세전이익</b>	<b>203</b>	<b>12</b>	<b>168</b>	<b>55</b>	<b>35</b>	<b>75</b>	<b>66</b>	<b>110</b>	<b>117</b>	<b>134</b>	<b>134</b>	<b>99</b>
YoY(%)	9.6	-28.4	흑전	-63.3	-82.7	520.2	-60.7	98.3	235.2	78.5	102.4	-9.4
EBT Margin(%)	9.4	0.8	9.8	3.4	2.0	4.7	4.1	5.6	6.0	6.9	6.9	5.1
법인세	47	10	43	23	15	20	18	30	32	36	36	27
<b>당기순이익</b>	<b>156</b>	<b>3</b>	<b>125</b>	<b>33</b>	<b>20</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>97</b>	<b>98</b>	<b>72</b>
YoY(%)	9.1	-78.8	흑전	-76.8	-87.0	2,079.3	-61.6	145.7	321.5	78.5	102.4	-9.4
NPM(%)	7.2	0.2	7.3	2.0	1.2	3.4	3.0	4.1	4.4	5.0	5.0	3.7

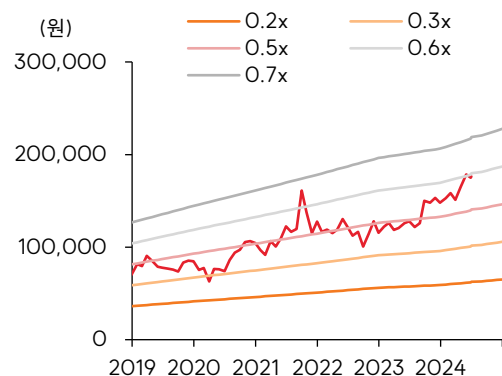
자료: SK 증권

PER Band



자료: SK 증권

PER Band



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	2,581	2,485	3,175	3,919	4,691
현금및현금성자산	405	494	402	1,156	1,847
매출채권 및 기타채권	968	750	1,332	1,325	1,372
재고자산	462	448	395	393	407
<b>비유동자산</b>	3,250	3,597	3,604	3,138	2,678
장기금융자산	297	200	229	229	235
유형자산	1,621	2,102	2,053	1,686	1,319
무형자산	116	113	106	97	88
<b>자산총계</b>	5,832	6,082	6,779	7,056	7,369
<b>유동부채</b>	1,743	1,461	1,930	1,927	1,951
단기금융부채	1,317	1,001	1,159	1,159	1,159
매입채무 및 기타채무	191	325	662	659	682
단기충당부채	0	5	6	6	6
<b>비유동부채</b>	1,748	2,033	2,127	2,127	2,131
장기금융부채	1,644	1,925	1,998	1,998	1,998
장기매입채무 및 기타채무	36	5	4	4	4
장기충당부채	0	4	5	5	5
<b>부채총계</b>	3,491	3,494	4,058	4,054	4,082
<b>지배주주지분</b>	2,341	2,581	2,714	2,995	3,280
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	195	195	195	195	195
기타자본구성요소	-22	-21	-21	-21	-21
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	2,110	2,353	2,484	2,765	3,050
비지배주주지분	0	7	8	8	8
<b>자본총계</b>	2,341	2,588	2,722	3,003	3,288
<b>부채와자본총계</b>	5,832	6,082	6,779	7,056	7,369

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	138	603	370	801	769
당기순이익(손실)	257	316	203	353	357
비현금성항목등	126	64	309	532	511
유형자산감가상각비	99	99	169	367	367
무형자산상각비	9	9	9	9	9
기타	18	-43	132	156	135
운전자본감소(증가)	-157	337	-98	4	-32
매출채권및기타채권의감소(증가)	-54	196	-393	6	-46
재고자산의감소(증가)	2	16	54	2	-14
매입채무및기타채무의증가(감소)	-6	42	222	-3	23
기타	-99	83	19	-1	5
법인세납부	-88	-115	-68	-131	-132
<b>투자활동현금흐름</b>	-53	-506	-322	66	44
금융자산의감소(증가)	387	67	-218	2	-13
유형자산의감소(증가)	-509	-569	-97	0	0
무형자산의감소(증가)	-4	-5	-2	0	0
기타	73	1	-5	64	57
<b>재무활동현금흐름</b>	147	18	53	-113	-113
단기금융부채의증가(감소)	-31	-316	-131	0	0
장기금융부채의증가(감소)	283	441	238	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-55	-67	-18	-72	-72
기타	-50	-40	-36	-41	-41
<b>현금의 증가(감소)</b>	242	89	-92	755	690
기초현금	163	405	494	402	1,156
기말현금	405	494	402	1,156	1,847
FCF	-371	34	272	801	769

자료 : SK가스, SK증권 추정

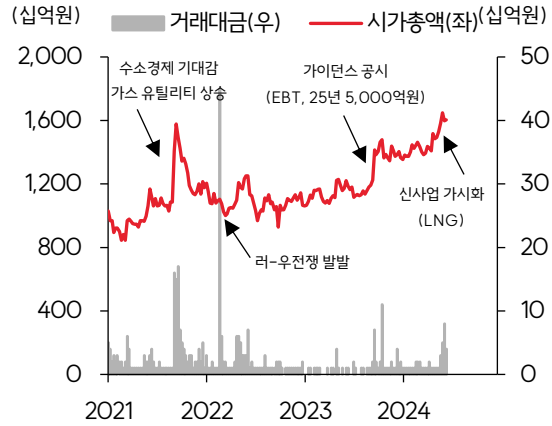
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	8,066	6,992	6,911	7,802	7,958
<b>매출원가</b>	7,388	6,376	6,331	6,990	7,133
<b>매출총이익</b>	678	616	580	812	825
매출총이익률(%)	8.4	8.8	8.4	10.4	10.4
<b>판매비와 관리비</b>	288	313	295	326	333
<b>영업이익</b>	390	304	285	486	492
영업이익률(%)	4.8	4.3	4.1	6.2	6.2
<b>비영업손익</b>	-86	134	1	-2	-4
순금융손익	-53	-59	-37	-26	-4
외환관련손익	-80	-37	-27	0	0
관계기업등 투자손익	-49	-51	-30	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	305	438	285	484	489
세전계속사업이익률(%)	3.8	6.3	4.1	6.2	6.1
<b>계속사업법인세</b>	48	122	82	131	132
<b>계속사업이익</b>	257	316	203	353	357
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	257	316	203	353	357
순이익률(%)	3.2	4.5	2.9	4.5	4.5
<b>지배주주</b>	257	316	203	353	357
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	4.5	2.9	4.5	4.5
<b>비지배주주</b>	0	-0	-0	-0	-0
<b>총포괄이익</b>	278	307	205	353	357
<b>지배주주</b>	278	307	202	348	352
<b>비지배주주</b>	0	-0	3	5	5
<b>EBITDA</b>	499	411	462	861	868

주요투자지표

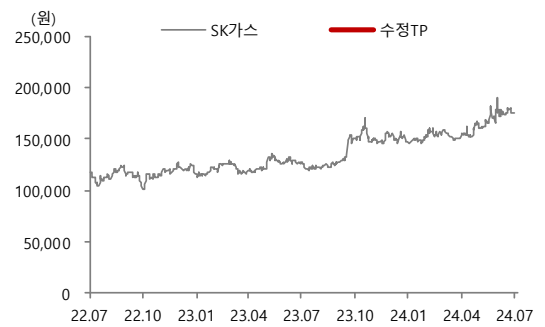
12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	24.2	-13.3	-1.2	12.9	2.0
영업이익	270.2	-22.2	-6.2	70.6	1.4
세전계속사업이익	-7.5	43.7	-34.9	69.5	1.1
EBITDA	133.5	-17.5	12.3	86.5	0.8
EPS	3.1	23.0	-35.8	73.9	1.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	4.7	5.3	3.2	5.1	4.9
ROE	11.5	12.9	7.7	12.4	11.4
EBITDA마진	6.2	5.9	6.7	11.0	10.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	148.1	170.1	164.5	203.4	240.5
부채비율	149.1	135.0	149.1	135.0	124.2
순차입금/자기자본	86.3	71.9	77.6	45.2	19.9
EBITDA/이자비용(배)	8.6	5.3	6.8	12.5	12.6
배당성향	22.7	22.7	35.4	20.3	20.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	27,852	34,267	21,998	38,243	38,647
BPS	254,415	280,436	294,833	325,298	356,166
CFPS	39,557	45,936	41,205	78,965	79,368
주당 현금배당금	6,500	8,000	8,000	8,000	8,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	4.1	4.3	7.9	4.6	4.5
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
PCR	2.9	3.2	4.2	2.2	2.2
EV/EBITDA	6.2	7.9	8.1	3.5	2.6
배당수익률	5.6	5.4	4.6	4.6	4.6

SK 가스 시가총액 및 거래대금 추이



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.02	Not Rated				
2021.11.24	매수	150,000원	6개월	-12.37%	27.00%



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 (2024년 07월 02일 기준)

매수	96.32%	중립	3.68%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------