

**BUY**

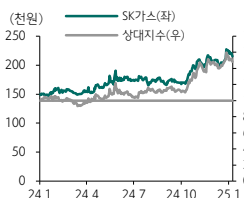
목표주가(12M) 270,000원(상향)  
현재주가(1.15) 215,500원

**Key Data**

KOSPI 지수 (pt)	2,496.81
52주 최고/최저(원)	227,500/146,500
시가총액(십억원)	1,989.1
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	9,230.2
60일 평균 거래량(천주)	12.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
외국인지분율(%)	7.28
주요주주 지분율(%)	
SK디스커버리 외 2인	72.33

**Consensus Data**

	2024	2025
매출액(십억원)	6,930.4	8,063.3
영업이익(십억원)	224.1	423.5
순이익(십억원)	164.0	329.3
EPS(원)	17,783	35,076
BPS(원)	298,902	327,074

**Stock Price****Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,066.2	6,992.3	7,243.8	9,211.6
영업이익	390.5	303.6	226.7	548.7
세전이익	304.7	438.0	231.8	560.0
순이익	257.1	316.3	170.1	425.6
EPS	27,852	34,267	18,431	46,109
증감율	3.14	23.03	(46.21)	150.17
PER	4.15	4.32	11.23	4.67
PBR	0.45	0.53	0.71	0.65
EV/EBITDA	6.19	7.86	11.33	6.25
ROE	11.53	12.85	6.45	14.83
BPS	254,415	280,436	292,483	330,813
DPS	6,500	8,000	8,000	12,000



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsaml@hanafn.com

**하나증권 리서치센터**

2025년 1월 16일 | 기업분석\_Earnings Preview

**SK가스 (018670)****기다려온 울산GPS 상업운전****목표주가 270,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지**

SK가스 목표주가를 270,000원으로 기존대비 12.5% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2025년 예상 BPS에 목표 PBR 0.8배를 적용했다. 4분기 영업이익은 시장 기대치를 상회할 전망이다. 울산GPS가 상업운전을 시작한 것은 12월이지만 시운전 기간 동안 발생한 실적도 매출로 반영되기 때문이다. 이번 분기 파생상품 영향은 크지 않을 것으로 예상되며 2025년 발전사업 실적 온기 반영으로 기존 LPG 비즈니스 변동성이 크게 축소될 것으로 기대된다. 2025년 기준 PER 4.7, PBR 0.7배다.

**4Q24 영업이익 622억원(흑자전환) 컨센서스 상회 전망**

4분기 매출액은 2.1조원으로 전년대비 31.0% 증가할 전망이다. LPG 가격이 전년대비 상승했으며 판매량도 전년대비 두 자리 수 성장이 예상되기 때문이다. 연간 기준으로 산업체량 수요는 여전히 둔화가 예상되나 석유화학량 물량이 소폭 개선되면서 만회가 가능할 것으로 보인다. 영업이익은 622억원으로 전년대비 흑자로 전환될 전망이다. 3분기까지 발생한 LPG 파생상품 이익이 실물손실로 반영될 것으로 보이나 울산GPS 연결 인식으로 실적은 성장이 예상된다. 세전이익은 496억원으로 전년대비 10.2% 감소할 것으로 추정된다. 유가 대비 LPG 상대가격이 분기 말보다 높아졌지만 이미 누적된 파생상품 이익이 시차를 두고 손실로 반영되며 대부분 상쇄될 전망이다. 지분법에서 SK어드밴스드는 PDH 시황 부진으로 적자를 지속하고 있으나 고성그린파워는 흑자 기조로 전환되면서 향후 세전이익 안정성에 기여할 수 있을 전망이다.

**발전사업 기여도 확인 필요. 배당 정책에 기반한 2025년 DPS 상향 기대**

울산GPS 상업운전이 12월 시작되었으나 10~11월 시운전 당시 이용률은 30% 수준에 그친 것으로 보인다. 현재 환율 약세, 유가 상승 기조가 지속될수록 전력판매단가는 높은 수준이 유지될 전망이며 상대적으로 국내 공기업 대비 원재료 단가 측면에서 우위를 점할 수 있어 긍정적이다. 신형 설비, 입지 우위 등을 감안하면 높은 이용률이 지속될 것으로 예상된다. 연간 기준 세전이익은 전년대비 감소가 불가피하지만 배당 정책 변경으로 배당성향 최대치 제한이 사라졌기 때문에 기말 배당은 6,000원으로 연간 DPS는 8,000원 수준이 유지될 전망이다. 국내 발전시장 규제 환경 변화 여부에 따라 소폭 달라질 가능성이 있으나 2025년은 울산GPS 이익 반영에 따른 목표 ROE 상회와 그로 인한 DPS 상향이 기대된다.

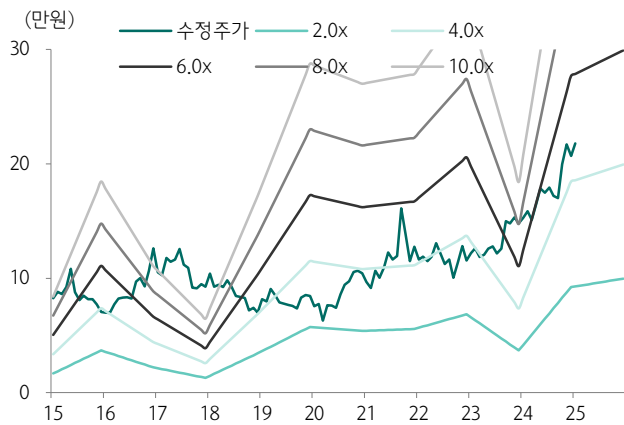
도표 1. SK가스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024F				2025F				4Q24 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	17,259	16,514	21,302	21,326	22,298	20,348	23,892	25,578	31.0	0.1
영업이익	746	469	430	622	1,301	1,000	1,631	1,555	흑전	44.5
세전이익	350	586	886	496	1,233	904	1,758	1,704	(10.2)	(44.0)
순이익	203	386	735	377	937	687	1,336	1,295	15.9	(48.7)
영업이익률(%)	4.3	2.8	2.0	2.9	5.8	4.9	6.8	6.1	-	-
세전이익률(%)	2.0	3.5	4.2	2.3	5.5	4.4	7.4	6.7	-	-
순이익률(%)	1.2	2.3	3.5	1.8	4.2	3.4	5.6	5.1	-	-
판매량(천톤)	1,866	1,827	1,890	1,844	1,885	1,846	1,853	1,922	14.5	(2.4)

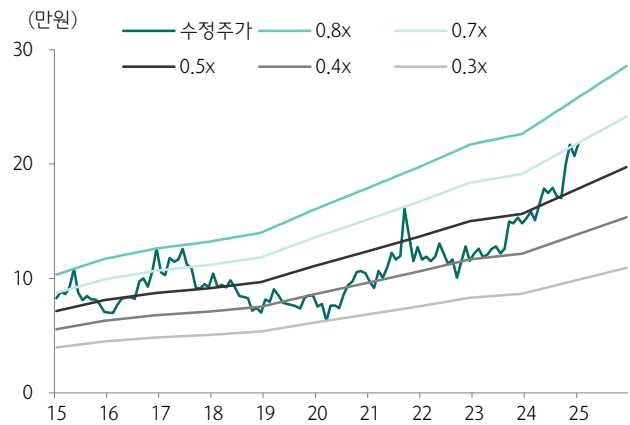
자료: SK가스, 하나증권

도표 2. SK가스 12M Fwd PER 추이



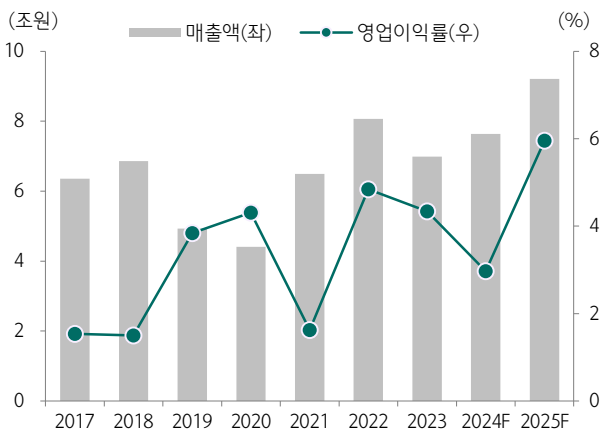
자료: SK가스, 하나증권

도표 3. SK가스 12M Fwd PBR 추이



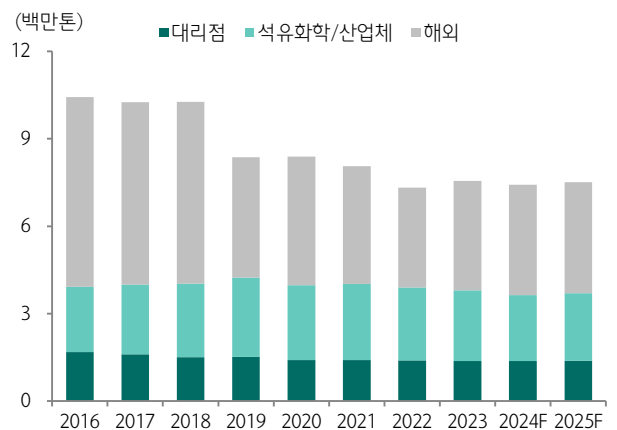
자료: SK가스, 하나증권

도표 4. SK가스 영업실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나증권

도표 5. LPG 판매실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,066.2	6,992.3	7,167.5	8,251.7	8,482.7
매출원가	7,388.1	6,376.1	6,594.0	7,500.4	7,711.7
매출총이익	678.1	616.2	573.5	751.3	771.0
판매비	287.6	312.6	311.6	345.6	370.5
영업이익	390.5	303.6	261.9	405.7	400.5
금융손익	(42.1)	180.9	1.4	0.0	30.0
종속/관계기업손익	(48.8)	(51.5)	(58.3)	(20.5)	2.0
기타영업외손익	5.2	5.0	9.2	0.0	0.0
세전이익	304.7	438.0	214.3	385.2	432.5
법인세	47.7	121.7	57.7	92.5	103.8
계속사업이익	257.1	316.3	156.6	292.8	328.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	257.1	316.3	156.6	292.8	328.7
비지배주주지분 손이익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지배주주순이익	257.1	316.3	156.6	292.8	328.7
지배주주지분포괄이익	278.1	306.6	156.0	288.5	323.9
NOPAT	329.4	219.2	191.4	308.3	304.4
EBITDA	498.5	411.3	386.2	521.3	509.3
성장성(%)					
매출액증가율	24.20	(13.31)	2.51	15.13	2.80
NOPAT증가율	312.78	(33.45)	(12.68)	61.08	(1.27)
EBITDA증가율	133.49	(17.49)	(6.10)	34.98	(2.30)
영업이익증가율	270.14	(22.25)	(13.74)	54.91	(1.28)
(지배주주)순이익증가율	3.13	23.03	(50.49)	86.97	12.26
EPS증가율	3.14	23.03	(50.50)	86.99	12.28
수익성(%)					
매출총이익률	8.41	8.81	8.00	9.10	9.09
EBITDA이익률	6.18	5.88	5.39	6.32	6.00
영업이익률	4.84	4.34	3.65	4.92	4.72
계속사업이익률	3.19	4.52	2.18	3.55	3.87

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	27,852	34,267	16,962	31,718	35,613
BPS	254,415	280,436	289,798	313,737	341,571
CFPS	41,455	41,235	41,733	58,154	62,042
EBITDAPS	54,009	44,560	41,841	56,479	55,175
SPS	873,885	757,538	776,523	893,989	919,015
DPS	6,500	8,000	8,000	8,000	9,000
주기지표(배)					
PER	4.15	4.32	10.62	5.68	5.06
PBR	0.45	0.53	0.62	0.57	0.53
PCFR	2.79	3.59	4.32	3.10	2.90
EV/EBITDA	6.19	7.86	10.14	7.37	7.13
PSR	0.13	0.20	0.23	0.20	0.20
재무비율(%)					
ROE	11.53	12.85	5.97	10.54	10.90
ROA	4.69	5.31	2.42	4.24	4.69
ROIC	14.09	7.88	6.62	10.99	10.88
부채비율	149.13	134.97	155.49	140.38	123.40
순부채비율	86.30	71.87	86.41	77.31	64.21
이자보상배율(배)	6.77	3.90	3.71	5.59	5.83

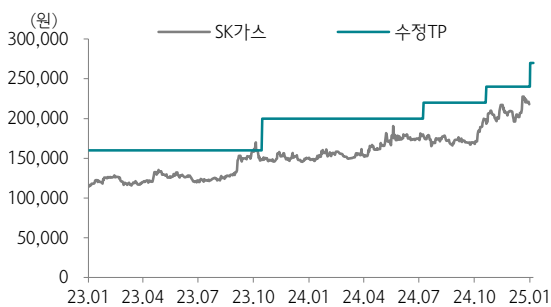
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,581.3	2,485.1	2,834.1	2,895.8	2,968.0
금융자산	940.8	1,065.2	1,101.5	1,020.4	1,037.4
현금성자산	404.8	493.8	439.7	322.7	325.8
매출채권	903.7	705.0	888.6	968.5	999.3
재고자산	461.7	447.7	564.2	614.9	634.5
기타유동자산	275.1	267.2	279.8	292.0	296.8
비유동자산	3,250.4	3,596.7	4,000.3	4,065.6	4,075.8
투자자산	1,023.3	944.8	1,175.8	1,276.7	1,315.7
금융자산	287.4	194.9	230.7	246.6	252.8
유형자산	1,620.8	2,102.4	2,164.1	2,135.2	2,112.7
무형자산	115.7	112.8	107.9	101.2	94.9
기타비유동자산	490.6	436.7	552.5	552.5	552.5
자산총계	5,831.8	6,081.8	6,834.5	6,961.4	7,043.8
유동부채	1,742.5	1,460.9	2,024.9	1,918.6	1,739.4
금융부채	1,317.4	1,001.0	1,414.6	1,261.0	1,063.5
매입채무	141.7	184.7	232.8	253.7	261.8
기타유동부채	283.4	275.2	377.5	403.9	414.1
비유동부채	1,748.4	2,032.6	2,134.6	2,146.8	2,151.5
금융부채	1,643.5	1,924.6	1,998.5	1,998.5	1,998.5
기타비유동부채	104.9	108.0	136.1	148.3	153.0
부채총계	3,490.9	3,493.5	4,159.4	4,065.4	3,890.9
지배주주지분	2,340.9	2,581.1	2,667.4	2,888.4	3,145.3
자본금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
자본잉여금	195.5	195.5	195.5	195.5	195.5
자본조정	(21.8)	(20.9)	(20.7)	(20.7)	(20.7)
기타포괄이익누계액	10.9	7.3	8.7	8.7	8.7
이익잉여금	2,110.2	2,353.0	2,437.8	2,658.8	2,915.7
비지배주주지분	0.0	7.2	7.6	7.6	7.6
자본총계	2,340.9	2,588.3	2,675.0	2,896.0	3,152.9
순금융부채	2,020.1	1,860.3	2,311.6	2,239.0	2,024.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	140.1	617.2	391.1	456.7	496.8
당기순이익	257.1	316.3	156.6	292.8	328.7
조정	40.5	(36.3)	220.9	188.1	177.5
감가상각비	108.0	107.7	124.3	115.6	108.8
외환거래손익	(48.7)	(13.9)	3.9	0.0	0.0
지분법손익	48.8	51.5	30.3	0.0	0.0
기타	(67.6)	(181.6)	62.4	72.5	68.7
영업활동 자산부채변동	(157.5)	337.2	13.6	(24.2)	(9.4)
투자활동 현금흐름	(56.7)	(520.2)	(690.8)	(246.0)	(160.5)
투자자산감소(증가)	103.9	130.1	(200.7)	(100.9)	(39.0)
자본증가(감소)	(508.7)	(568.7)	(157.3)	(80.0)	(80.0)
기타	348.1	(81.6)	(332.8)	(65.1)	(41.5)
재무활동 현금흐름	146.3	(8.8)	295.5	(268.9)	(310.5)
금융부채증가(감소)	435.4	(35.3)	487.5	(153.6)	(197.5)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(234.4)	93.8	(120.2)	(43.5)	(41.2)
배당지급	(54.7)	(67.3)	(71.8)	(71.8)	(71.8)
현금의 증감	242.1	89.0	(46.4)	(117.0)	3.1
Unlevered CFO	382.6	380.6	385.2	536.8	572.7
Free Cash Flow	(368.7)	46.5	233.9	376.7	416.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## SK가스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.16	BUY	270,000		
24.11.4	BUY	240,000	-13.13%	-5.21%
24.7.23	BUY	220,000	-20.44%	-9.23%
23.10.30	BUY	200,000	-20.57%	-4.75%
23.2.9	1년 경과		-	-
22.2.9	BUY	160,000	-26.27%	-13.75%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 1월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 1월 16일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.57%	4.98%	0.45%	100%

\* 기준일: 2025년 01월 13일