

SK가스 (018670)

26년 외형확대 제한 vs 점차 확대될 LNG 포트폴리오

목표주가 30만원 하향, 투자 의견 매수 유지

목표주가를 34만원에서 30만원으로 하향하고, 매수의견 유지한다. SMP 약세에 따른 실적 추정치 변경과 연내 울산GPS 지분 유동화 이후 지배주주지분 축소를 선반영했고, 목표주가는 26년 BPS 예상 340,415원에 PBR 0.88배를 적용해 산출하였다.

25년은 울산GPS 상업가동과 SMP 강세, LPG 사업부의 트레이딩 이익 반영 등에 따라 영업이익 4,438억원으로 +54.5%YoY 증가하며 역대 최대치를 달성했다. 26년에는 LPG/LNG 하향 안정화로 절대 이익규모 측면에서 25년 대비 성장세 둔화가 불가피할 전망이다. 다만, 상반기 KET #3탱크 준공 및 SKMU 상업가동으로 트레이딩 이익 창출 기회를 새롭게 확보하게 되는 것은 동사 실적의 잠재적인 업사이드 요인이 될 수 있다.

4Q25 Review: 영업이익 368억원(-79%QoQ) vs 컨센서스 1,093억원

4분기 영업이익은 368억원으로 -78.8%QoQ 감소했고, 컨센서스 1,093억원 대비로도 큰 폭 하회했다. LPG 판매 물량은 전 분기와 유사한 규모가 유지되었으나 CP 국제가가 하락한 영향이 컸다. 또한 지난 2~3분기엔 트레이딩 이익이 대규모 반영되며 전사적인 이익 서프라이즈를 견인했던 LNG/LPG Optionality 트레이딩과 관련해 이번 분기에는 손실이 일부 반영된 것도 QoQ 이익 감소의 주요 요인으로 작용했다. 울산GPS도 SMP 하락(3분기 평균 116원→ 4분기 평균 96원) 및 약 한 달 동안의 발전소 정비로 전력 판매량과 용량요금 수익 모두 감소하며 전 분기 대비 영업이익 크게 축소되었다.

한편, 당기순이익은 -138억원으로 적자전환했는데, SK어드밴스드 업황/실적 부진으로 -344억원의 지분법 손실이 반영된 영향이다. SK어드밴스드도 현재 구조개편 진행 중에 있는데, 상반기 중 가동중단 or 설비 폐쇄/이전 등의 구체적인 방향이 결정되고 빠르면 하반기부터 실행 이뤄질 수 있어 연간 기준 지분법 손실은 축소될 수도 있겠다.

26년 외형확대 제한 vs 중장기로 점차 확대될 LNG 사업 포트폴리오

26년 영업이익은 4,525억원(+2.0%YoY)으로 25년 대비 성장률이 다소 제한될 것으로 전망한다. 1월 말 이후 북미 한파와 미국의 이란 군사개입 발언 등 지정학 갈등 고조로 유가가 Brent 기준 70달러 터치하기도 했으나, 한파는 이제 어느정도 마무리되며 미국 원유 생산은 점차 정상화되고 있다. 지난주 금요일(2/6) 미국과 이란은 우여곡절 끝에 핵 합의 회담을 진행했고, 러시아와 우크라이나도 종전협상 중 포로교환을 실행하는 등 전반적으로 지정학 갈등은 정점 지나고 있어 현 레벨에서 유가는 하락을 전망한다.

또한 2분기부터 OPEC+ 증산 재개 가능성 높고, 베네수엘라 원유도 시장에 점진적으로 유입됨에 따라 연간으로는 50달러대 중반까지 추가 하락이 예상된다. 이는 LNG 가격 하락에 이어 궁극적으로는 SMP 약세로 연결될 수밖에 없어 동사 울산GPS 입장에서 판가 약세를 피하기가 어렵겠다. 다만, 25년 진행됐던 계획정비 종료로 전력 판매량이 늘며 울산GPS 전체적인 영업이익은 25년 대비 +15% 증가한 1,826억원을 추정한다.

절대적인 이익규모 측면에서 성장이 전년 대비 제한된다는 점은 분명 아쉬운 부분이다. 그러나 상반기 KET #3탱크 및 SKMU 상업가동은 단순히 LNG 판매량 증가에 그치는 것이 아니라 트레이딩 이익창출의 기회가 되는 만큼 잠재적 실적 업사이드도 존재한다. 25년 울산GPS 상업가동에 이어서 26년에는 KET #3탱크 운영, 27년에는 LNG 벙커링 선박 통해 저장/벙커링 사업까지 새롭게 영위함으로써 동사 LNG 영역은 매년 꾸준히 확대된다. 외형성장의 제한이라는 짧은 아쉬움 뒤에 존재하는 LPG/LNG 복합 운영 및 LNG 포트폴리오 확대 잠재력이라는 경쟁력에 집중하며 긴 호흡의 접근이 필요하다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	300,000원(하향)
증가(2026.02.06)	221,500원
상승여력	35.4 %

Stock Indicator	
자본금	46십억원
발행주식수	925만주
시가총액	2,048십억원
외국인지분율	7.5%
52주 주가	207,000~296,000원
60일평균거래량	12,989주
60일평균거래대금	3.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	-14.6	-12.3	1.6
상대수익률	-10.7	-43.4	-70.8	-100.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,096	7,675	7,832	7,872
영업이익(십억원)	287	444	453	463
순이익(십억원)	179	238	260	259
EPS(원)	19,375	25,831	28,186	28,052
BPS(원)	295,658	317,345	340,415	363,351
PER(배)	10.7	8.6	7.9	7.9
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	6.7	8.4	8.6	8.0
배당수익률(%)	3.9	4.1	4.5	4.5
EV/EBITDA(배)	8.4	6.3	5.6	5.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

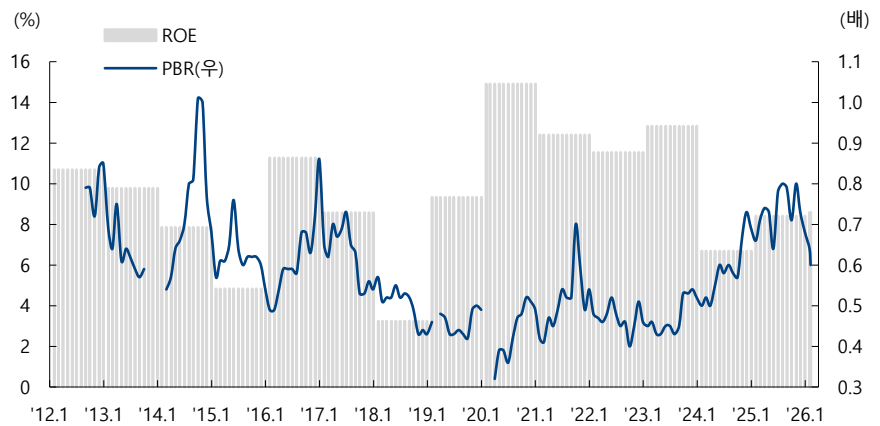
표1. SK가스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	1,827	1,880	1,950	2,017	1,864	1,920	2,021	2,027	7,096	7,675	7,832
영업이익	113	121	173	37	110	112	120	110	287	444	453
영업이익률	6.2%	6.4%	8.9%	1.8%	5.9%	5.8%	5.9%	5.5%	4.0%	5.8%	5.8%
LPG 트레이딩											
매출액	1,597	1,784	1,695	1,840	1,652	1,722	1,794	1,846	6,911	6,915	7,014
영업이익	62	118	91	15	61	70	67	72	262	285	270
영업이익률	3.9%	6.6%	5.4%	0.8%	3.7%	4.1%	3.7%	3.9%	3.8%	4.1%	3.8%
울산GPS											
매출액	230	97	255	178	212	198	227	181	185	760	818
영업이익	51	3	82	22	49	42	53	38	22	159	183
영업이익률	22.3%	3.0%	32.3%	12.4%	23.0%	21.3%	23.5%	21.1%	11.7%	20.9%	22.3%

자료: iM증권 리서치본부

주: 부문별 실적은 당사 추정치 기준

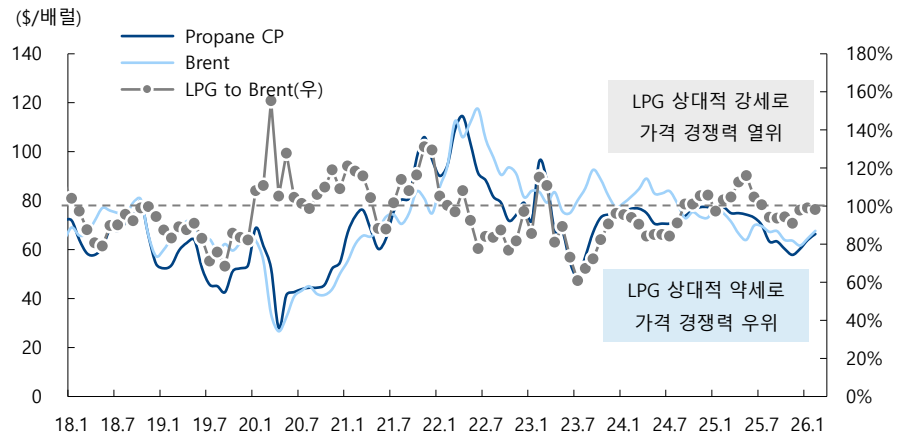
그림1. SK가스 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: iM증권 리서치본부

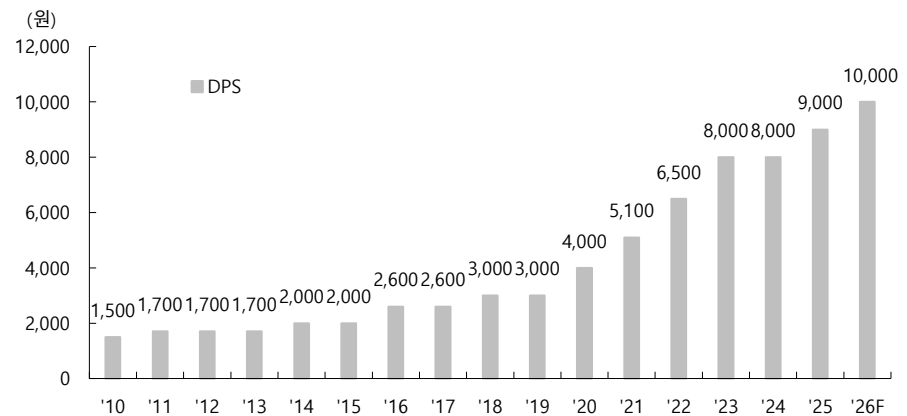
주: 2026년 ROE는 당사 추정치 기준

그림2. 유가 및 LPG 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 2010년 이후의 DPS 추이 및 전망: 지난 15년간 DPS 감소없이 매년 동결 or 꾸준히 증가



자료: iM증권 리서치본부

주: 26년 DPS는 당사 추정치 기준

그림4. LNG 사업 확대의 동력이 될 KET 탱크 운영 현황 및 향후 계획

KET/CEC 공정 현황



구분	이용계약자	상업가동
KET	# 1탱크	울산GPS
	# 2탱크	SK에너지, SKMU 등
	# 3탱크	S-OIL
CEC	# 1탱크	동서발전

LNG 터미널 사업 추진 경과

- KET 터미널 #3탱크
 - 현재('26.2월) 기준, 공정률 99% 달성
 - '26년 4월 시운전 예정
 - '26년 7월 S-OIL 항 1ST LNG 송출 예정
- CEC 터미널 #1탱크
 - 현재('26.2월) 기준, 공정률 89% 달성
 - '26년 하반기 중 시운전 예정
 - '27년 1분기 내 동서발전 1ST LNG 송출 예정

- ✓ '26년 LNG 터미널 3기 운영으로 수익성 강화
- ✓ LNG 직도입 수요처 지속 발굴 → 추가 탱크 확장 가속화

자료: SK가스, iM증권 리서치본부

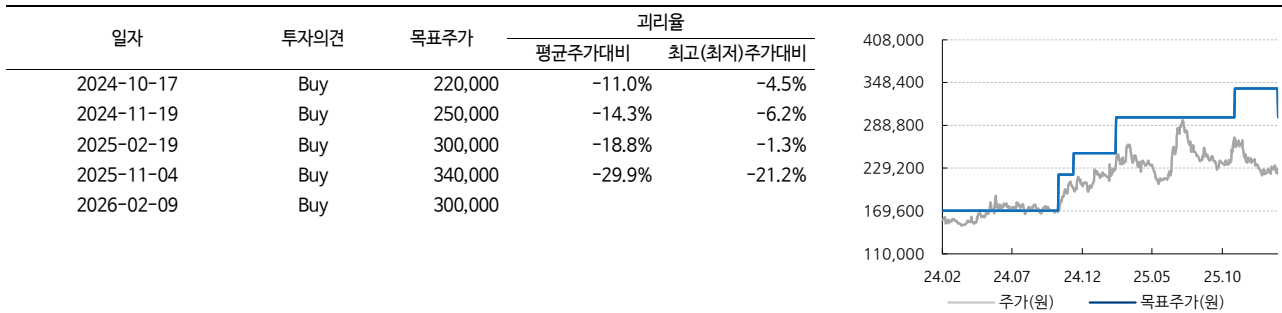
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,609	2,639	3,016	2,556	매출액	7,096	7,675	7,832	7,872
현금 및 현금성자산	585	651	981	472	증가율(%)	1.5	8.2	2.0	0.5
단기금융자산	267	265	262	259	매출원가	6,488	6,875	7,032	7,061
매출채권	958	927	948	989	매출총이익	608	800	800	811
재고자산	496	489	516	523	판매비와관리비	321	356	347	347
비유동자산	4,931	5,192	5,063	5,427	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	2,533	2,720	2,896	3,037	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	125	115	106	98	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,540	7,830	8,079	7,982	영업이익	287	444	453	463
유동부채	2,021	1,963	1,912	1,667	증가율(%)	-5.4	54.5	2.0	2.4
매입채무	366	278	284	285	영업이익률(%)	4.0	5.8	5.8	5.9
단기차입금	532	682	702	502	이자수익	31	16	22	13
유동성장기부채	599	475	395	345	이자비용	77	89	88	79
비유동부채	2,780	2,930	2,930	2,780	지분법이익(손실)	-84	-84	-46	-23
사채	908	908	908	908	기타영업외손익	24	11	13	16
장기차입금	709	859	859	709	세전계속사업이익	240	316	463	460
부채총계	4,801	4,893	4,842	4,448	법인세비용	62	79	116	115
지배주주지분	2,729	2,929	3,142	3,354	세전계속이익률(%)	3.4	4.1	5.9	5.8
자본금	46	46	46	46	당기순이익	178	237	347	345
자본잉여금	195	195	195	195	순이익률(%)	2.5	3.1	4.4	4.4
이익잉여금	2,466	2,624	2,794	2,964	지배주주귀속 순이익	179	238	260	259
기타자본항목	21	64	106	149	기타포괄이익	43	43	43	43
비지배주주지분	9	8	95	181	총포괄이익	220	280	389	388
자본총계	2,738	2,937	3,237	3,535	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	373	270	372	365	주당지표 (원)				
당기순이익	178	237	347	345	EPS	19,375	25,831	28,186	28,052
유형자산감가상각비	155	193	193	189	BPS	295,658	317,345	340,415	363,351
무형자산감각비	9	9	9	8	CFPS	37,087	47,740	50,089	49,409
지분법관련손실(이익)	-84	-84	-46	-23	DPS	8,000	9,000	10,000	10,000
투자활동 현금흐름	-163	-262	-250	-206	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-349	-380	-370	-330	PER	10.7	8.6	7.9	7.9
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
금융상품의 증감	-109	-93	-91	-87	PCR	5.6	4.6	4.4	4.5
재무활동 현금흐름	-147	-72	-317	-666	EV/EBITDA	8.4	6.3	5.6	5.7
단기금융부채의증감	-374	26	-60	-250	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	476	150	-	-150	ROE	6.7	8.4	8.6	8.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	6.4	8.4	8.4	8.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	175.3	166.6	149.6	125.8
현금및현금성자산의증감	91	67	330	-509	순부채비율	69.3	68.4	50.1	49.1
기초현금및현금성자산	494	585	651	981	매출채권회전율(x)	8.3	8.1	8.4	8.1
기말현금및현금성자산	585	651	981	472	재고자산회전율(x)	15.0	15.6	15.6	15.1

자료 : SK가스, iM증권 리서치본부

SK가스 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-