

2025. 5. 23



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **280,000 원****현재주가 (5.23)** **209,500 원****상승여력** **33.7%**

KOSPI 2,592.09pt

시가총액 19,369억원

발행주식수 925만주

유동주식비율 24.35%

외국인비중 7.35%

52주 최고/최저가 262,000원/165,200원

평균거래대금 26.9억원

주요주주(%)

SK디스커버리 외 2 인 72.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	4.0	17.5
상대주가	-12.8	0.3	23.4

주가그래프**SK가스** 018670**신사업 수익성을 눈으로 확인. 이제 다음은?**

- ✓ 눈으로 확인한 울산GPS의 수익성, 이제 다음은?
- ✓ 2026년은 울산GPS 감익이 예상되나 전반적인 순이익은 방어 가능
- ✓ LPG, LNG 모두 하반기 트레이딩 기회 확대. 커다란 플러스 알파
- ✓ 관세를 비롯한 불확실한 매크로 상황이 오히려 사업 확대 기회
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 280,000원으로 +12% 상향

이제 눈으로 확인한 발전 사업(울산GPS)의 수익성

울산GPS는 상업 운전 이후 첫번째 분기 실적(1Q25)에서 514억원(OPM 22.3%)의 영업이익을 기록했다. 아쉬운 이용률에도 불구하고 높은 효율을 기반으로 우수한 수익성을 보여줬다. 2Q25 계획정지 및 4Q25 SMP 하락이 예상되지만 2025년 영업이익(2,490억원)은 기존 기대치와 크게 다르지 않을 전망이다. 2026년에는 LMP 도입 및 신규 원전 진입으로 인해 울산GPS 영업이익은 감소하겠으나(-17.5%) 지분 법손익 개선 등을 통해 전사 순이익은 견조하게 유지될 전망이다(-1.5%).

이제 다음은? 수요 기반 확보 → 트레이딩 확대

이제는 확고한 수요 기반을 기반으로 트레이딩 사업을 확장할 때다. LPG 시장에서는 미-중 무역 변수로 CP-FEI 스프레드 변동성이 커지고 있다. 4월 스프레드 확대 구간에서의 트레이딩 이익, 하반기 추가 트레이딩 기회를 기대한다. 하반기에는 LNG의 계절적인 수요 상승에 기반하여 LPG-LNG 옵션리리티 이익 역시 기대할 수 있다. 중장기적으로는 북미 LNG 물량 신규 도입에 따른 LNG 트레이딩 기회와 ESS를 통한 전력 트레이딩 기회도 커질 전망이다.

배당 매력 + 가스 가격 변동성 심화 시 자본 차익까지

투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 280,000원으로 +12% 상향한다. 2025년 예상 배당수익률은 4.8%다. 불확실한 매크로 상황이 동사에게는 오히려 기회다. 트레이딩 이익이 전망치 대비 커다란 '플러스 알파'로 작용한다는 점을 생각해보면, 이익이 전망치를 상회할 가능성도 높다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	6,992.3	303.6	316.3	34,267	23.0	279,632	4.3	0.5	7.9	12.9	135.0
2024	7,095.9	287.2	178.8	19,375	-43.5	295,658	10.7	0.7	10.8	6.7	175.3
2025E	7,338.9	467.9	365.8	39,582	104.3	320,640	5.3	0.7	6.9	12.9	163.8
2026E	7,187.4	449.6	360.3	38,975	-1.5	349,791	5.4	0.6	7.0	11.6	153.3
2027E	7,330.7	429.8	356.8	38,597	-1.0	378,697	5.4	0.6	6.8	10.6	140.9

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,827.0	1,725.9	5.9	1,984.7	-7.9	2,115.7	-13.6	2,170.2	-15.8
영업이익	112.9	74.6	51.3	122.6	-7.9	96.9	16.5	100.5	12.3
세전이익	106.8	35.0	205.5	57.7	85.0	110.8	-3.6	85.8	24.4
순이익	87.3	20.3	330.3	45.7	90.9	80.3	8.7	65.2	33.9
영업이익률(%)	6.2	4.3		6.2		4.6		4.6	
세전이익률(%)	5.8	2.0		2.9		5.2		4.0	
순이익률(%)	4.8	1.2		2.3		3.8		3.0	

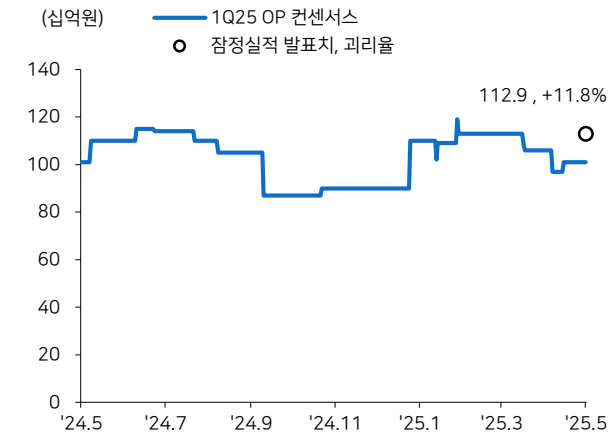
자료: Quantiwise, SK가스, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,338.9	7,095.9	3.4	8,004.9	-8.3	8,030.0	-8.6
영업이익	467.9	287.2	62.9	471.5	-0.8	450.0	4.0
세전이익	469.7	239.9	95.8	460.6	2.0	426.0	10.2
지배주주 순이익	365.8	178.8	104.6	339.0	7.9	331.0	10.5
영업이익률(%)	6.4	4.0		5.9		5.6	
세전이익률(%)	6.4	3.4		5.8		5.3	
순이익률(%)	5.0	2.5		4.2		4.1	

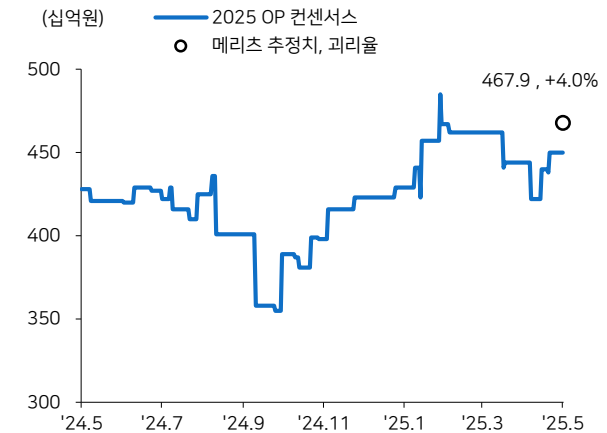
자료: Quantiwise, SK가스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 영업이익, 컨센서스 +11.8% 상회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +4.0% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK가스 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순이익 (십억원)	385.3	
적정 배수 (배)	6.8	민간발전사 평균 6.8배 적용(GS, HDC, 포스코인터, SGC에너지, E1 포함)
적정 시가총액 (십억원)	2,620.3	
발행 주식수 (천주)	9,230	
적정 주가 (원)	280,000	
현재 주가 (원)	209,500	
상승 여력 (%)	33.7	

주: 민간발전사에는 SK, GS, 포스코인터내셔널, SGC에너지, 대명에너지 포함

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK가스 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표													
LPG판매량(천톤)	1,866.0	1,851.0	1,848.0	2,030.0	1,607.0	1,598.0	1,701.1	2,047.8	7,553.0	7,595.0	6,953.9	7,209.1	7,332.8
LPG가격(달러/톤)	600.6	618.3	652.1	630.7	617.1	503.7	552.3	542.5	627.8	625.4	553.9	538.0	535.9
SMP(원/kWh)	130.7	126.1	139.1	115.4	115.5	124.7	131.4	104.2	166.4	127.8	119.0	105.9	106.5
실적													
매출액	1,725.9	1,651.4	1,733.8	1,984.7	1,827.0	1,741.3	1,695.7	2,074.9	6,992.3	7,095.9	7,338.9	7,187.4	7,330.7
매출 성장률(% YoY)	-19.7	10.5	0.8	21.9	5.9	5.4	-2.2	4.5	-13.3	1.5	3.4	-2.1	2.0
LPG 판매, 저장	1,725.9	1,644.7	1,724.8	1,853.0	1,596.5	1,540.2	1,351.1	1,790.2	6,992.3	6,948.3	6,277.9	6,189.4	6,412.8
LNG 발전	0.0	6.8	46.9	131.8	230.6	201.1	344.7	284.7	0.0	185.4	1,061.0	998.1	917.9
매출원가	1,577.6	1,526.0	1,611.6	1,772.9	1,630.9	1,595.2	1,498.6	1,810.4	6,376.1	6,488.1	6,535.0	6,393.1	6,543.5
매출원가율(%)	91.4	92.4	93.0	89.3	89.3	91.6	88.4	87.3	91.2	91.4	89.0	88.9	89.3
매출총이익	148.3	125.5	122.2	211.8	196.1	146.1	197.2	264.5	616.1	607.8	804.0	794.4	787.2
판매비	73.6	78.5	79.2	89.2	83.2	74.0	75.3	103.6	312.6	320.6	336.1	344.8	357.5
영업이익	74.6	46.9	43.0	122.6	112.9	72.1	121.9	161.0	303.6	287.2	467.9	449.6	429.7
LPG 판매, 저장	78.6	49.1	42.5	95.3	61.5	31.9	35.7	89.8	303.6	265.6	218.9	244.3	246.2
LNG 발전	-4.0	-2.2	0.5	27.3	51.4	40.2	86.2	71.2	0.0	21.6	249.0	205.3	183.6
영업이익률(%)	4.3	2.8	2.5	6.2	6.2	4.1	7.2	7.8	4.3	4.0	6.4	6.3	5.9
영업이익 성장률(% YoY)	-64.1	-29.7	-25.4	흑전	51.3	53.6	183.3	31.3	-22.2	-5.4	62.9	-3.9	-4.4
금융손익	-18.6	28.5	50.3	-47.7	1.1	-19.7	41.0	19.6	180.9	12.5	42.0	70.1	49.2
기타손익	9.2	15.1	0.4	-0.3	6.1	2.0	2.0	2.0	5.0	24.5	12.1	8.0	8.0
종속, 관계기업 손익	-30.3	-32.0	-5.1	-16.9	-13.3	-13.0	-13.0	-13.0	-51.5	-84.3	-52.3	-32.0	4.0
세전이익	35.0	58.6	88.6	57.7	106.8	41.4	151.9	169.6	438.0	239.9	469.7	495.7	490.9
법인세	14.7	20.2	15.3	12.0	19.5	11.4	41.8	46.6	121.7	62.1	119.3	136.3	135.0
법인세율(%)	41.9	34.4	17.3	20.8	18.2	27.5	27.5	27.5	27.8	25.9	25.4	27.5	27.5
당기순이익	20.3	38.5	73.3	45.7	87.3	33.2	121.5	122.9	316.3	177.8	364.9	359.4	355.9
당기순이익률(%)	1.2	2.3	4.2	2.3	4.8	1.9	7.2	5.9	4.5	2.5	5.0	5.0	4.9
순이익 성장률(% YoY)	-87.0	1,434.4	-41.6	40.6	330.3	-13.8	65.8	168.8	23.0	-43.8	105.3	-1.5	-1.0
지배순이익	20.3	38.6	73.5	46.4	87.5	33.2	121.8	123.3	316.3	178.8	365.8	360.3	356.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 가스 (018670)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	6,992.3	7,095.9	7,338.9	7,187.4	7,330.7
매출액증가율(%)	-13.3	1.5	3.4	-2.1	2.0
매출원가	6,376.1	6,488.1	6,535.0	6,393.1	6,543.5
매출총이익	616.2	607.8	804.0	794.4	787.2
판매관리비	312.6	320.6	336.1	344.8	357.5
영업이익	303.6	287.2	467.9	449.6	429.8
영업이익률(%)	4.3	4.0	6.4	6.3	5.9
금융손익	180.9	12.5	42.0	70.1	49.2
종속/관계기업손익	-51.5	-84.3	-52.3	-32.0	4.0
기타영업외손익	5.0	24.5	12.1	8.0	8.0
세전계속사업이익	438.0	239.9	469.7	495.7	490.9
법인세비용	121.7	62.1	104.8	136.3	135.0
당기순이익	316.3	177.8	364.9	359.4	355.9
지배주주지분 손이익	316.3	178.8	365.8	360.3	356.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,485.1	2,608.9	2,892.9	3,234.1	3,459.4
현금및현금성자산	493.8	584.5	769.2	893.7	1,091.9
매출채권	705.1	884.4	935.9	1,035.9	1,048.4
재고자산	447.7	495.8	518.3	573.7	580.6
비유동자산	3,596.7	4,930.7	4,950.7	4,977.4	4,991.9
유형자산	2,102.4	2,532.6	2,553.0	2,573.4	2,595.9
무형자산	112.8	124.6	113.2	101.9	91.8
투자자산	944.8	984.6	1,021.4	1,039.0	1,041.2
자산총계	6,081.8	7,539.6	7,843.5	8,211.4	8,451.3
유동부채	1,460.9	2,021.0	2,056.5	2,145.9	2,118.3
매입채무	184.7	366.2	382.8	423.7	428.8
단기차입금	717.3	531.9	521.2	511.2	471.2
유동성장기부채	227.6	598.7	604.3	604.3	604.3
비유동부채	2,032.6	2,780.3	2,814.3	2,824.2	2,825.3
사채	1,267.2	908.3	957.4	958.4	958.4
장기차입금	333.4	709.5	709.6	709.6	709.6
부채총계	3,493.5	4,801.3	4,870.8	4,970.1	4,943.6
자본금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
자본잉여금	195.5	195.5	197.1	197.1	197.1
기타포괄이익누계액	7.3	42.6	44.6	44.6	44.6
이익잉여금	2,353.1	2,466.3	2,697.7	2,967.2	3,234.5
비지배주주지분	7.2	9.3	8.4	7.5	6.5
자본총계	2,588.3	2,738.3	2,972.8	3,241.4	3,507.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	617.2	373.3	571.9	585.1	620.8
당기순이익(손실)	316.3	177.8	364.9	359.4	355.9
유형자산상각비	98.7	155.0	203.0	190.7	192.8
무형자산상각비	9.0	8.5	12.7	11.3	10.1
운전자본의 증감	337.2	12.0	-105.4	-85.4	-10.7
투자활동 현금흐름	-520.2	-163.0	-251.5	-293.4	-218.8
유형자산의증가(CAPEX)	-570.7	-351.1	-206.9	-211.1	-215.3
투자자산의감소(증가)	27.1	-124.1	-89.1	-49.6	1.8
재무활동 현금흐름	-8.8	-146.6	-135.2	-167.1	-203.8
차입금의 증감	-35.4	981.2	28.9	-0.6	-39.0
자본의 증가	0.0	0.0	1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	89.0	90.8	184.7	124.5	198.2
기초현금	404.8	493.8	584.5	769.2	893.7
기말현금	493.8	584.5	769.2	893.7	1,091.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	757,538	768,767	794,047	777,418	792,916
EPS(지배주주)	34,267	19,375	39,582	38,975	38,597
CFPS	41,235	44,917	85,584	84,470	79,676
EBITDAPS	44,560	48,825	73,958	70,472	68,432
BPS	279,632	295,658	320,640	349,791	378,697
DPS	8,000	8,000	10,147	9,994	9,897
배당수익률(%)	5.4	3.9	4.8	4.8	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	4.3	10.7	5.3	5.4	5.4
PCR	3.6	4.6	2.4	2.5	2.6
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	411.3	450.7	683.6	651.5	632.7
EV/EBITDA	7.9	10.8	6.9	7.0	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.9	6.7	12.9	11.6	10.6
EBITDA 이익률	5.9	6.4	9.3	9.1	8.6
부채비율	135.0	175.3	163.8	153.3	140.9
금융비용부담률	1.1	1.1	1.3	1.1	1.1
이자보상배율(x)	3.9	3.7	4.9	5.7	5.5
매출채권회전율(x)	8.7	8.9	8.1	7.3	7.0
재고자산회전율(x)	15.4	15.0	14.5	13.2	12.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 가스 (018670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.04.17	기업분석	Buy	220,000	문경원	-19.9	-4.5	
2024.11.26	기업브리프	Buy	250,000	문경원	-9.1	4.8	
2025.05.23	기업브리프	Buy	280,000	문경원	-	-	