

## Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 340,000원

현재가 (11/3) 272,000원

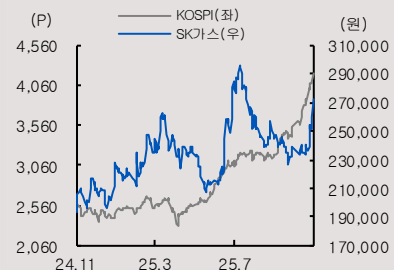
KOSPI (11/3)	4,221.87pt
시가총액	2,515십억원
발행주식수	9,245천주
액면가	5,000원
52주 최고가	296,000원
최저가	193,300원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	6.6%
배당수익률 (2025F)	2.9%

주주구성	
SK디스커버리 외 2인	72.17%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-30%	-18%
절대기준	14%	16%	37%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	340,000	311,000	▲
EPS(25)	32,092	31,899	▲
EPS(26)	37,010	36,579	▲

## SK가스 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## SK가스 (018670)

## 발전사업부문 영업이익률, 30% 상회

## 올해 3분기 영업이익, 시장 기대치를 크게 상회

SK가스의 올해 3분기 영업이익은 1,735억원으로, 전 분기 대비 43.7% 증가하며 시장 기대치(1,244억원)를 약 40% 상회했다. 이는 발전사업부문 실적 개선에 기인한다. 1) 발전사업부문 영업이익은 824억원으로, 전 분기 대비 1,187.5% 증가했다. SMP 하락에도 불구하고 폭염으로 인한 전력 판매량 증가와 전 분기 울산GPS 정기보수에 따른 물량 측면의 기저효과가 주요 요인이다. 특히 발전사업부문의 3분기 영업이익률은 32.3%를 기록했다. 2) LPG사업부문 영업이익은 911억원으로, 전 분기 대비 20.3% 감소했다. 비수기 진입과 중국 수요 약세로 인한 사우디 기간계약가격 하락, 석유화학의 수요 둔화 지속 및 LPG 트레이딩 물량 감소가 원인이다.

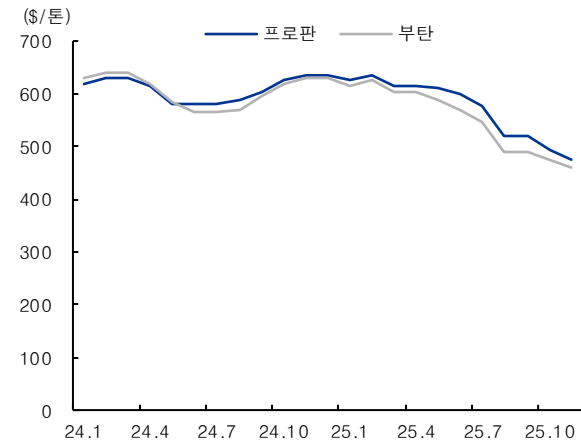
## 연료 스위칭 경쟁력으로 차별화되고 있는 울산GPS의 수익성

LNG와 LPG를 동시에 사용할 수 있는 울산GPS는 에너지 시장 불확실성 속에서 연료 선택의 자유를 핵심 경쟁력으로 삼는다. 기존 단일 연료 발전소가 LNG 가격 급등이나 공급망 차질에 취약했던 것과 달리, 울산GPS는 시장 상황에 따라 두 연료를 실시간 전환/혼소 운영함으로써 변동비를 최소화할 수 있다. 예를 들어, LNG 국제가격이 상대적으로 높을 때는 중동산 LPG를 주로 투입하고, LPG 가격이 높을 때는 미국/호주산 LNG로 전환해 kWh당 발전 단가를 경쟁 설비 대비 낮게 유지한다. 울산GPS는 2024년 하반기 상업운전 개시 이후 LPG 투입 비율을 탄력적으로 조정하며 연료비를 절감하고, SMP 정산에서 상위권 성과를 기록 중이다. 운영 경제성 또한 탁월하다. 설비비용률이 85~92%로, 기존 LNG 단일 발전소(70~80%)보다 연간 가동 시간이 1,000시간 이상 긴 것으로 추정된다. 정비 주기는 연 1회로 동일해 유지보수 비용 부담이 크지 않다. 초기 투자비는 단일 연료 대비 15~20% 높지만, 연료 절감 효과로 빠른 회수가 가능하다. 울산GPS는 1.2GW 규모로 건설되었으며, 매출액 1조원, 세전이익 2,300억원 달성 시 투자회수기간이 약 6~7년으로 단축되어 기존 발전소보다 2년 빠른 수익화가 예상된다.

(단위: 십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,992	7,096	7,606	7,614	7,671
영업이익	304	287	527	484	502
세전이익	438	240	374	437	517
지배주주순이익	316	179	297	342	405
EPS(원)	34,267	19,375	32,092	37,010	43,769
증가율(%)	23.0	-43.5	65.6	15.3	18.3
영업이익률(%)	4.3	4.0	6.9	6.4	6.5
순이익률(%)	4.5	2.5	3.9	4.5	5.3
ROE(%)	12.9	6.7	10.4	11.1	12.1
PER	4.3	10.7	8.5	7.3	6.2
PBR	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.0	11.2	7.6	8.3	8.1

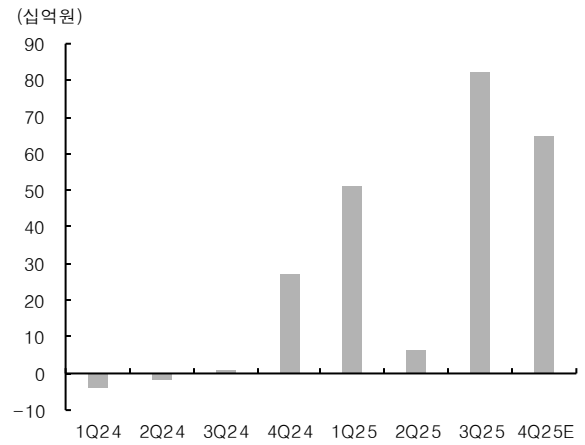
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 사우디 LPG 기간계약가격 추이



자료: Saudi Aramco, IBK투자증권

그림 2. SK가스 발전사업부문 영업이익 추이/전망



자료: SK가스, IBK투자증권

표 1. SK가스 울산GPS 투자 개요

구분	내용	비고
위치	울산광역시 남구 부곡동 산5번지 일원	약 4.2만평 부지
설비용량	1,212MW(발전단 기준)	전력 → 전력거래소(한전 판매)
공사기간	2022.03 ~ 2024.11(33개월)	
총 투자비	1조 4,120억원(초기 DSRA 포함)	토지비, 공사비, 시운전비, 운영비 등

자료: SK가스, IBK투자증권

표 2. SK가스 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,726	1,651	1,734	1,985	1,827	1,880	1,950	1,948	7,096	7,606	7,614
LPG 등	1,726	1,645	1,687	1,853	1,596	1,784	1,695	1,705	6,910	6,780	6,629
발전		7	47	132	231	97	255	244	185	826	985
영업이익	75	47	43	123	113	121	173	120	287	527	484
LPG 등	79	49	43	95	62	114	91	55	266	322	251
발전	-4	-2	1	27	51	6	82	65	22	205	233
영업이익률	4.3%	2.8%	2.5%	6.2%	6.2%	6.4%	8.9%	6.1%	4.0%	6.9%	6.4%
LPG 등	4.6%	3.0%	2.5%	5.1%	3.9%	6.4%	5.4%	3.2%	3.8%	4.7%	3.8%
발전			1.1%	20.7%	22.3%	6.6%	32.3%	26.7%	11.6%	24.9%	23.7%

자료: SK가스, IBK투자증권

## SK가스 (018670)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,992	7,096	7,606	7,614	7,671
증가율(%)	-13.3	1.5	7.2	0.1	0.7
매출원가	6,376	6,488	6,734	6,783	6,820
매출총이익	616	608	872	831	851
매출총이익률 (%)	8.8	8.6	11.5	10.9	11.1
판매비	313	321	345	346	349
판매비율(%)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
영업이익	304	287	527	484	502
증가율(%)	-22.2	-5.4	83.4	-8.0	3.6
영업이익률(%)	4.3	4.0	6.9	6.4	6.5
순금융손익	181	13	-105	-30	21
이자손익	-59	-46	-116	-123	-122
기타	240	59	11	93	143
기타영업외손익	5	24	22	23	24
종속/관계기업손익	-51	-84	-70	-40	-30
세전이익	438	240	374	437	517
법인세	122	62	77	96	114
법인세율	27.9	25.8	20.6	22.0	22.1
계속사업이익	316	178	296	341	403
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	316	178	296	341	403
증가율(%)	23.0	-43.8	66.7	15.0	18.3
당기순이익률 (%)	4.5	2.5	3.9	4.5	5.3
지배주주당기순 이익	316	179	297	342	405
기타포괄이익	-10	43	-10	0	0
총포괄이익	307	220	286	341	403
EBITDA	411	451	785	704	696
증가율(%)	-17.5	9.6	74.3	-10.3	-1.2
EBITDA마진율(%)	5.9	6.4	10.3	9.2	9.1

## 투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	34,267	19,375	32,092	37,010	43,769
BPS	279,632	295,658	319,175	346,462	379,534
DPS	0	0	8,000	9,000	9,000
밸류에이션(배)					
PER	4.3	10.7	8.5	7.3	6.2
PBR	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.0	11.2	7.6	8.3	8.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-13.3	1.5	7.2	0.1	0.7
EPS증가율	23.0	-43.5	65.6	15.3	18.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	2.9	3.3	3.3
ROE	12.9	6.7	10.4	11.1	12.1
ROA	5.3	2.6	3.8	4.2	4.7
ROIC	10.9	5.4	8.3	8.9	10.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	135.0	175.3	166.7	158.1	148.2
순차입금 비율(%)	89.4	114.8	114.9	102.2	88.3
이자보상배율(배)	3.9	3.7	3.7	3.2	3.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.7	8.9	8.4	8.3	8.3
재고자산회전율	15.4	15.0	16.4	17.6	17.6
총자산회전율	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,485	2,609	2,690	2,951	3,269
현금및현금성자산	494	585	585	844	1,148
유가증권	30	101	110	110	111
매출채권	705	884	919	920	927
재고자산	448	496	433	434	437
비유동자산	3,597	4,931	5,219	5,351	5,469
유형자산	2,102	2,533	2,732	2,872	2,987
무형자산	113	125	116	106	97
투자자산	945	985	1,050	1,050	1,052
자산총계	6,082	7,540	7,910	8,303	8,738
유동부채	1,461	2,021	1,930	1,931	1,941
매입채무및기타 채무	185	366	329	329	332
단기차입금	717	532	624	625	629
유동성장기부채	228	599	591	591	591
비유동부채	2,033	2,780	3,014	3,154	3,275
사채	1,267	908	958	958	958
장기차입금	333	709	870	1,010	1,130
부채총계	3,494	4,801	4,944	5,086	5,217
지배주주지분	2,581	2,729	2,951	3,203	3,509
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	195	195	197	197	197
자본조정등	-21	-22	-17	-17	-17
기타포괄이익누 계액	7	43	33	33	33
이익잉여금	2,353	2,466	2,691	2,943	3,249
비지배주주지분	7	9	15	13	12
자본총계	2,588	2,738	2,966	3,217	3,521
미이자부채	656	974	841	843	849
총차입금	2,838	3,827	4,103	4,243	4,368
순차입금	2,314	3,142	3,408	3,289	3,109

## 현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	617	373	537	491	460
당기순이익	316	178	296	341	403
비현금성 비용 및 수익	64	237	478	274	186
유형자산감가상 각비	99	155	248	210	185
무형자산상각비	9	9	11	10	9
운전자본변동	337	12	-136	-1	-8
매출채권등의 감소	196	-164	-50	-1	-7
재고자산의 감소	16	-49	50	0	-3
매입채무등의 증가	42	155	-16	0	2
기타 영업현금흐름	-100	-54	-101	-123	-121
투자활동 현금흐름	-520	-163	-584	-356	-319
유형자산의 증가(CAPEX)	-571	-351	-400	-350	-300
유형자산의 감소	2	2	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-4	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-82	-105	-116	0	-2
기타	136	295	-68	-6	-17
재무활동 현금흐름	-9	-147	59	124	163
차입금의 증가(감소)	287	376	161	140	120
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-296	-523	-102	-16	43
기타 및 조정	1	28	-11	0	0
현금의 증가	89	91	1	259	304
기초현금	405	494	585	585	844
기말현금	494	585	585	844	1,148

## Compliance Notice

동 자료에 기재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)				
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락	
업종 투자의견 (상대수익률 기준)				
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%		

투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급	구분	건수	비율(%)
매수		129	90.8
Trading Buy (중립)		11	7.7
중립		2	1.4
매도		0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

