

2025. 11. 21



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 320,000 원**현재주가 (11.20)** 268,000 원**상승여력** 19.4%

KOSPI 4,004.85pt

시가총액 24,777억원

발행주식수 925만주

유동주식비율 24.46%

외국인비중 7.14%

52주 최고/최저가 296,000원/196,200원

평균거래대금 30.1억원

주요주주(%)

SK디스커버리 외 1 인 72.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.3	25.5	35.4
상대주가	8.9	-18.4	-16.1

주가그래프**SK가스** 018670**LPG 에서 LNG 로, 트레이딩 영역 확대 중**

- ✓ 2025년 연결 영업이익은 5,484억원(+91.0% YoY)을 기록하며 역대 최고 이익 전망
- ✓ LPG에서 LNG로 트레이딩 영역이 확대. 울산GPS에 이어 MU까지 공급
- ✓ 2027년 말부터 LNG 벙커링 사업 본격 진출
- ✓ 울산GPS 유동화, SK어드밴스드 구조조정 통해 이익 안정성 강화 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 320,000원으로 +14% 상향

울산GPS의 수익성을 확인했던 2025년

2025년 연결 영업이익은 5,484억원(+91.0% YoY)을 기록하며 역대 최고 이익을 기록할 전망이다. 2025년 본격 가동한 울산GPS가 1,942억원(OPM +23.0%)을 기록하며 시장 기대치를 웃도는 이익을 기록할 전망이다. 2026년에는 SMP 하락과 하반기 새울 3호기 가동에 따른 이용률 하락 등 발전 부문 감익 예상하나 트레이딩 이익 확대로 전사 영업이익은 건조할 전망이다(+0.7%).

LPG에서 LNG로 공급 범위 넓어지며 트레이딩 이익 기대감도 증가

LPG에서 LNG로 트레이딩 영역이 넓어지고 있다. 2024년 울산GPS(1.2GW)가 가동하면서 LNG 공급을 시작했다. 또한 SK케미칼 보유 MU는 2025년 11월부터 300MW의 발전소를 신규 운영하는데, 이에 대한 LNG 공급도 동사가 담당한다. 이 외에 국내 LNG 발전 자산에 대한 지분 투자를 통해 LNG 공급을 지속적으로 늘려 나갈 계획이다. 장기적으로는 KET의 벙커링 전용 부두를 이용한 LNG 벙커링 사업에도 주목한다. 2027년 말 본격 사업 진출 예정이다.

유동화와 구조조정으로 이익 안정성 강화

투자의견 Buy, 적정주가는 320,000원으로 +14% 상향한다. 단기적인 주가 상승 트리거로 종속, 관계 회사의 재편에 주목한다. 1)언론에 따르면 동사는 근 시일 내에 울산GPS 소수 지분 매각을 추진 중이다. 최근 들어 높은 수익성을 보이고 있고, 설비가 노후화 되기 이전이라 높은 매각 가격을 기대할 수 있다. 2)정부 주도로 석유화학 산업 구조조정이 이뤄지고 있는 만큼 SK어드밴스드의 구조조정도 기대할 수 있다. 이러한 변화들은 동사의 이익 안정성을 더욱 강화시켜줄 수 있다.

(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	7,508.3	548.4	335.4	36,291	87.3	324,461	7.4	0.8	6.4	11.7	159.1
2026E	6,789.7	552.3	413.1	44,678	23.1	359,607	6.0	0.7	6.4	13.1	145.8
2027E	6,960.4	558.5	430.9	46,608	4.3	394,899	5.8	0.7	5.9	12.4	131.8

표1 3Q25 Review 테이블

(십억원)	3Q25	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,950.2	1,733.8	12.5	1,880.3	3.7	1,695.7	15.0	1,941.9	0.4
영업이익	173.5	43.0	303.3	120.7	43.7	121.9	42.3	124.4	39.4
세전이익	153.7	88.6	73.5	52.2	194.3	151.9	1.2	105.7	45.4
순이익	112.7	73.3	53.7	50.8	121.7	121.5	-7.3	73.8	52.7
영업이익률(%)	8.9	2.5		6.4		7.2		6.4	
세전이익률(%)	7.9	5.1		2.8		9.0		5.4	
순이익률(%)	5.8	4.2		2.7		7.2		3.8	

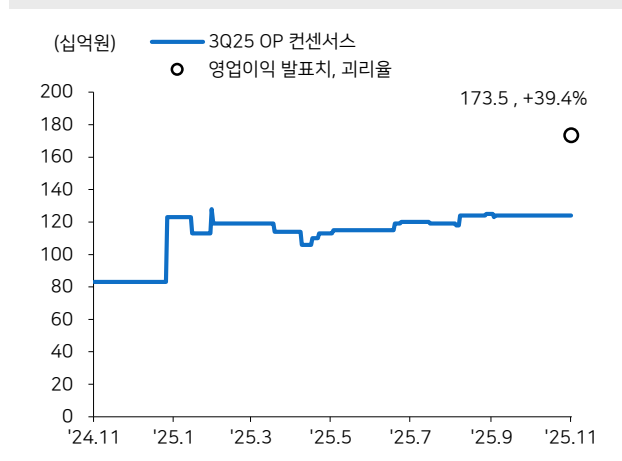
자료: Quantwise, SK오션플랜트, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK가스, 2025년 · 2026년 연간 영업이익, 컨센서스 +5.5%, +6.0% 상회 전망

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	7,508.3	7,338.9	2.3	6,789.7	7,187.4	-5.5
영업이익	548.4	467.9	17.2	552.3	449.6	22.9
세전이익	429.6	469.7	-8.5	538.5	495.7	8.6
순이익	335.4	365.8	-8.3	413.1	360.3	14.6
영업이익률(%)	7.3	6.4		8.1	6.3	
세전이익률(%)	5.7	6.4		7.9	6.9	
순이익률(%)	4.5	5.0		6.1	5.0	

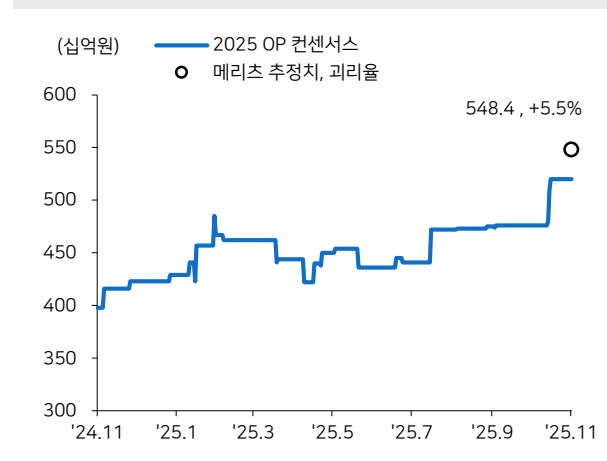
자료: Quantwise, SK가스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25 영업이익, 컨센서스 +39.4% 상회



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +5.5% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK가스 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순이익 (십억원)	413.1	
적정 배수 (배)	7.1	LNG, LPG 수입사 Peer 평균 적용 (포스코인터, E1, 한국가스공사)
적정 시가총액 (십억원)	2,932.7	
발행 주식수 (천주)	9,230	
적정 주가 (원)	320,000	
현재 주가 (원)	268,000	
상승 여력 (%)	19.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK가스 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표													
LPG판매량(천톤)	1,607.0	1,652.0	2,100.0	2,047.8	1,710.5	1,884.1	2,121.6	2,073.4	7,553.0	7,595.0	7,406.8	7,789.6	7,884.7
LPG가격(달러/톤)	617.1	526.0	526.7	516.1	493.1	458.1	586.4	528.5	627.8	625.4	546.5	516.5	515.0
SMP(원/kWh)	115.5	122.7	116.9	104.7	110.9	106.6	107.4	103.1	166.4	127.8	115.0	107.0	103.7
실적													
매출액	1,827.0	1,880.3	1,950.2	1,850.7	1,588.1	1,561.6	1,618.1	2,021.9	6,992.3	7,095.9	7,508.3	6,789.7	6,960.4
매출 성장률(% YoY)	5.9	13.9	12.5	-6.8	-13.1	-17.0	-17.0	9.3	-13.3	1.5	5.8	-9.6	2.5
LPG 판매, 저장	1,596.5	1,783.8	1,624.5	1,616.1	1,332.5	1,391.4	1,433.4	1,823.5	6,992.3	6,948.3	6,620.8	5,980.9	6,173.6
LNG 발전	230.6	96.6	254.9	234.6	255.6	170.2	184.7	198.4	0.0	185.4	816.7	808.8	786.8
매출원가	1,630.9	1,674.7	1,695.1	1,605.7	1,340.4	1,370.8	1,402.1	1,770.2	6,376.1	6,488.1	6,606.4	5,883.5	6,030.6
매출원가율(%)	89.3	89.1	86.9	86.8	84.4	87.8	86.6	87.6	91.2	91.4	88.0	86.7	86.6
매출총이익	196.1	205.7	255.1	245.0	247.7	190.8	216.0	251.7	616.1	607.8	901.9	906.2	929.8
판관비	83.2	85.0	81.7	103.6	82.4	85.8	84.5	101.2	312.6	320.6	353.4	353.9	371.3
영업이익	112.9	120.7	173.5	141.4	165.4	104.9	131.6	150.5	303.6	287.2	548.4	552.3	558.5
LPG 판매, 저장	61.5	117.8	91.1	89.8	101.5	87.9	76.2	110.8	303.6	265.6	360.1	376.3	387.3
LNG 발전	51.4	2.9	82.4	51.6	63.9	17.0	55.4	39.7	0.0	21.6	188.3	176.0	171.2
영업이익률(%)	6.2	6.4	8.9	7.6	10.4	6.7	8.1	7.4	4.3	4.0	7.3	8.1	8.0
영업이익 성장률(% YoY)	51.3	157.0	303.3	15.3	46.5	-13.1	-24.2	6.4	-22.2	-5.4	91.0	0.7	1.1
금융손익	1.1	-56.4	-19.3	-11.4	-13.0	-18.6	45.3	-28.7	180.9	12.5	-86.0	-14.9	-36.2
기타손익	6.1	15.8	8.1	3.8	4.0	4.7	4.7	4.6	5.0	24.5	33.8	18.1	15.5
종속, 관계기업 손익	-13.3	-27.8	-8.5	-17.0	-8.0	-3.0	-3.0	-3.0	-51.5	-84.3	-66.6	-17.0	24.0
세전이익	106.8	52.2	153.7	116.9	148.5	88.0	178.5	123.5	438.0	239.9	429.6	538.5	561.7
법인세	19.5	1.4	41.1	32.1	34.1	20.3	41.1	28.4	121.7	62.1	94.1	123.9	129.2
법인세율(%)	18.2	2.7	26.7	27.5	23.0	23.0	23.0	23.0	27.8	25.9	21.9	23.0	23.0
당기순이익	87.3	50.8	112.7	84.7	114.3	67.8	137.5	95.1	316.3	177.8	335.5	414.6	432.5
당기순이익률(%)	4.8	2.7	5.8	4.6	7.2	4.3	8.5	4.7	4.5	2.5	4.5	6.1	6.2
순이익 성장률(% YoY)	330.3	32.2	53.7	85.3	30.9	33.4	22.0	12.2	23.0	-43.8	88.7	23.6	4.3
지배순이익	87.5	51.2	112.2	84.4	113.9	67.5	136.9	94.7	316.3	178.8	335.4	413.1	430.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 가스 (018670)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	6,992.3	7,095.9	7,508.3	6,789.7	6,960.4
매출액증가율(%)	-13.3	1.5	5.8	-9.6	2.5
매출원가	6,376.1	6,488.1	6,606.4	5,883.5	6,030.6
매출총이익	616.2	607.8	901.9	906.2	929.8
판매관리비	312.6	320.6	353.5	353.9	371.4
영업이익	303.6	287.2	548.4	552.3	558.5
영업이익률(%)	4.3	4.0	7.3	8.1	8.0
금융손익	180.9	12.5	-86.0	-14.9	-36.2
종속/관계기업손익	-51.5	-84.3	-66.6	-17.0	24.0
기타영업외손익	5.0	24.5	33.8	18.1	15.5
세전계속사업이익	438.0	239.9	429.6	538.5	561.8
법인세비용	121.7	62.1	94.1	123.9	129.2
당기순이익	316.3	177.8	335.5	414.6	432.5
지배주주지분 순이익	316.3	178.8	335.4	413.1	430.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	617.2	373.3	847.9	692.4	722.7
당기순이익(손실)	316.3	177.8	335.5	414.6	432.5
유형자산상각비	98.7	155.0	229.4	184.9	183.8
무형자산상각비	9.0	8.5	12.6	10.7	9.6
운전자본의 증감	337.2	12.0	82.6	-61.5	-5.2
투자활동 현금흐름	-520.2	-163.0	-120.2	-231.5	-159.3
유형자산의증가(CAPEX)	-570.7	-351.1	-190.2	-171.2	-174.6
투자자산의감소(증가)	27.1	-124.1	-20.9	-30.6	22.9
재무활동 현금흐름	-8.8	-146.6	-257.7	-211.8	-264.4
차입금의 증감	-35.4	981.2	59.1	-2.5	-39.5
자본의 증가	0.0	0.0	1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	89.0	90.8	463.9	249.1	298.9
기초현금	404.8	493.8	584.5	1,048.4	1,297.5
기말현금	493.8	584.5	1,048.4	1,297.5	1,596.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,485.1	2,608.9	2,904.2	3,316.2	3,628.9
현금및현금성자산	493.8	584.5	1,048.4	1,297.5	1,596.4
매출채권	705.1	884.4	786.2	858.9	865.0
재고자산	447.7	495.8	462.3	505.1	508.7
비유동자산	3,596.7	4,930.7	4,913.7	4,902.8	4,885.2
유형자산	2,102.4	2,532.6	2,575.5	2,561.8	2,552.6
무형자산	112.8	124.6	114.6	103.9	94.3
투자자산	944.8	984.6	988.5	1,002.1	1,003.2
자산총계	6,081.8	7,539.6	7,817.8	8,219.0	8,514.0
유동부채	1,460.9	2,021.0	1,945.6	2,012.4	1,978.9
매입채무	184.7	366.2	341.4	373.0	375.7
단기차입금	717.3	531.9	566.2	556.2	516.2
유동성장기부채	227.6	598.7	549.1	549.1	549.1
비유동부채	2,032.6	2,780.3	2,854.4	2,862.2	2,862.8
사채	1,267.2	908.3	997.5	998.5	998.5
장기차입금	333.4	709.5	748.7	748.7	748.7
부채총계	3,493.5	4,801.3	4,800.0	4,874.6	4,841.7
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	43.5	43.5	43.5
이익잉여금	2,353.1	2,466.3	2,729.9	3,054.9	3,381.2
비지배주주지분	7.2	9.3	18.2	19.7	21.4
자본총계	2,588.3	2,738.3	3,017.9	3,344.4	3,672.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	757,538	768,767	812,373	734,397	752,863
EPS(지배주주)	34,267	19,375	36,291	44,678	46,608
CFPS	41,235	44,917	91,825	90,237	87,121
EBITDAPS	44,560	48,825	85,518	80,898	81,336
BPS	279,632	295,658	324,461	359,607	394,899
DPS	8,000	8,000	9,330	11,530	12,028
배당수익률(%)	5.4	3.9	3.5	4.3	4.5
Valuation(Multiple)					
PER	4.3	10.7	7.4	6.0	5.8
PCR	3.6	4.6	2.9	3.0	3.1
PSR	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
PBR	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	411.3	450.7	790.4	747.9	752.0
EV/EBITDA	7.9	10.8	6.4	6.4	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.9	6.7	11.7	13.1	12.4
EBITDA 이익률	5.9	6.4	10.5	11.0	10.8
부채비율	135.0	175.3	159.1	145.8	131.8
금융비용부담률	1.1	1.1	1.8	1.9	1.8
이자보상배율(x)	3.9	3.7	4.0	4.4	4.4
매출채권회전율(x)	8.7	8.9	9.0	8.3	8.1
재고자산회전율(x)	15.4	15.0	15.7	14.0	13.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 가스 (018670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

