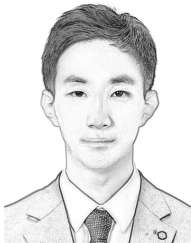


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.com

02-3773-8477

Company Data

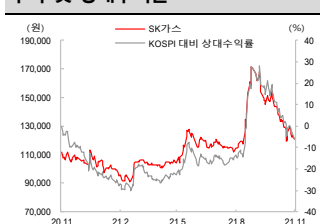
자본금	46 십억원
발행주식수	923 만주
자사주	30 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,112 십억원
주요주주	
SK디스커버리(외3)	72.35%

외국인지분률	7.00%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(21/11/23)	120,500 원
KOSPI	2997.33 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	171,500 원
52주 최저가	91,100 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.0%	-15.8%
6개월	15.3%	21.4%
12개월	8.1%	-6.2%

SK 가스 (018670/KS | 매수(신규) | T.P 150,000 원(신규))

가스와 수소 그 사이

LPG 수요는 차량용에서는 둔화되고 있으나 화학 수요가 빠르게 증가해 견조한 수익을 유지할 전망. 반면, LPG CP 가격의 상승세는 외형측면에서 긍정적, 수익성에는 단기 부담일 전망. 동사는 장기 성장동력으로 LNG 와 수소를 제시. 친환경 전환의 중간 단계인 가스 물동량 확대가 예상됨. 동시에 부생수소, 추출수소 사업 연계는 수소 생태계 진입의 교두보가 될 전망. 투자의견 매수, 목표주가는 Target P/B 0.64 배를 부여해 15 만원을 제시함

LPG 가격의 상승

동사의 주된 취급 제품인 LPG 수요는 차량용 수요 둔화의 우려가 있었으나 화학 수요 (PDH, LPG 크래커 등)의 증가로 우려를 잠식 시키는 모양새이다. 또한, 근래 LPG 가격의 상승은 외형 측면의 성장을 가능케하고 있다. 실제로 LPG CP 가격은 9 월 → 11 월(프로판 기준 \$665/t → \$870/t) 상승했다. 다만, 최근 유가 상승세가 주춤한 와중에 CP 가격이 급격히 오르고 있어 단기적인 수익성 부담이 예상된다.

새로운 모델의 확장: 가스와 수소 그 사이

LPG 에 치중되어 있던 모델에서 벗어나 중장기 LNG, 장기적으로 수소로의 확장이 진행 중이다. 현재 한국석유공사, MOCLT 와의 지분투자(SK 가스, 47.2%)를 통해서 LNG 복합터미널을 준비 중이다. '24 년 6 월 준공을 목표로 하고 있다. LNG 의 역할은 에너지 산업에서 친환경으로 넘어가는 중간단계로 예상되고 있다. 그만큼 수요/물동량은 늘어날 수 밖에 없고, 동사 가이던스 기준 '25 년 LNG 가 LPG 에 준하는 수익을 낼 것으로 기대되고 있다. 또한, SK 어드밴스드의 부생수소 및 LNG 직도입을 통한 추출수소의 사업 연계는 LNG 다음으로의 장기 성장동력을 부여할 전망이다.

투자의견 매수 신규 제시, 목표주가 150,000 원 신규 제시

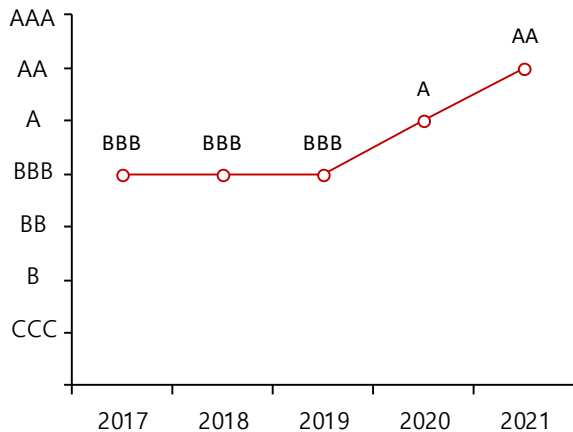
동사가 투자 중인 LNG, 수소로의 투자 방향성이 LPG 이상의 성장동력을 부여할 전망이다. 투자의견은 매수를 제시하고, 목표주가는 PBR-ROE 기반 Target P/B 0.64 배를 부여해 15 만원으로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	6,859	4,931	4,412	6,696	6,729	5,836
yoy	%	7.9	-28.1	-10.5	51.8	0.5	-13.3
영업이익	십억원	103	190	190	128	133	182
yoy	%	5.4	84.1	0.3	-32.7	3.6	37.2
EBITDA	십억원	161	290	298	281	295	371
세전이익	십억원	24	91	408	324	153	209
순이익(지배주주)	십억원	60	159	265	248	116	158
영업이익률%	%	1.5	3.8	4.3	1.9	2.0	3.1
EBITDA%	%	2.3	5.9	6.8	4.2	4.4	6.4
순이익률	%	0.8	3.1	6.0	3.7	1.7	2.7
EPS(계속사업)	원	-1,313	11,287	28,748	26,849	12,582	17,167
PER	배	N/A	7.5	3.6	4.5	9.6	7.0
PBR	배	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	11.1	7.5	6.8	10.3	10.2	7.7
ROE	%	3.9	9.9	14.9	12.4	5.4	7.0
순차입금	십억원	1,057	1,376	1,064	1,793	1,884	1,725
부채비율	%	128.6	145.8	137.0	172.8	176.7	165.7

ESG 하이라이트

SK 가스의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
SK 가스 종합 등급	AA	NA	NA
환경(Environment)	224	NA	NA
사회(Social)	584	NA	NA
지배구조(Governance)	639	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
E1	BB	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 SK 가스 ESG 평가

동사의 지속가능발전소 기준 ESG 등급은 지속 상승세. 올해 기준 AA 등급으로 추가 상승. ESG 위원회를 설립해 주요 의사 결정에 ESG를 반영 중

사업 모델에 있어서도 기존 LPG 중심에서 효율이 높은 LNG 및 수소로의 발전을 모색 중이라는 점에서 긍정적

자료: SK 증권

SK 가스의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

SK 가스의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2019.06.19	환경 (Environment)	울산시 도심 허파 훼손해 대기업 공장 짓게 하나
2018.09.19	지배구조 (Governance)	최창원 부회장, SK 디앤디 지분 사모펀드에 모두 매각
2017.10.23	환경 (Environment)	석탄발전소 LNG 전환 압력에 기업들 울상
2017.04.18	사회 (Social)	환경단체 "석탄화력 첫 감사 청구"..미세먼지 논란 확산

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) LPG 가격의 상승

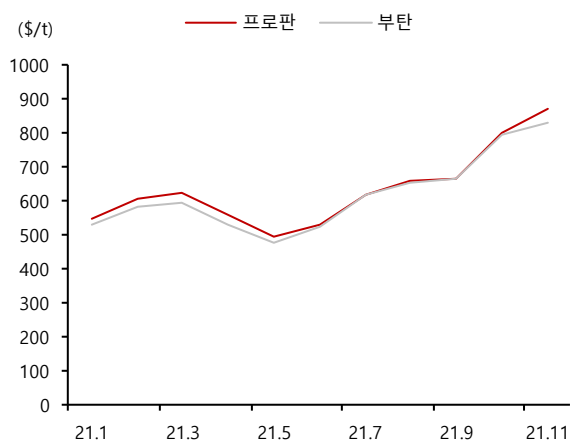
3 분기 LPG 판매 수익이 감소한데 이어 4 분기도 단기적으로 부담이 예상된다. LPG CP 가격은 9 월 → 10 월 → 11 월 꾸준히 상승하는 추세이다. 프로판 기준 \$665/t → \$800/t → \$870/t 까지 연이어 상승했다. 유가는 최근 상승세가 주춤한 와중에 CP 가격이 급격히 오르고 있어 단기적인 수익성 부담이 예상된다. 반면, 매출 측면에서는 외형성장이 가능할 전망이다.

(2) 화학으로 찾는 새로운 수요처

LPG 의 사용처는 주로 운송에 치중되어 있었던 만큼 LPG 차량 수요 둔화의 우려가 컸다. 다만, 몇 년 전부터 화학제품으로의 수요처가 확대되며 전체 수요도 개선됐다. 도로용 수요는 지난 2015 년 40 백만배럴을 기록했으나, 2020 년 29 백만배럴로 감소하였다. 반면에, 화학제품 용 수요는 22 백만배럴에서 61 백만배럴로 3 배 가까이 증가했다. 결과적으로 2015 년 대비해서 내수 전체 수요는 +30% 이상 증가했다.

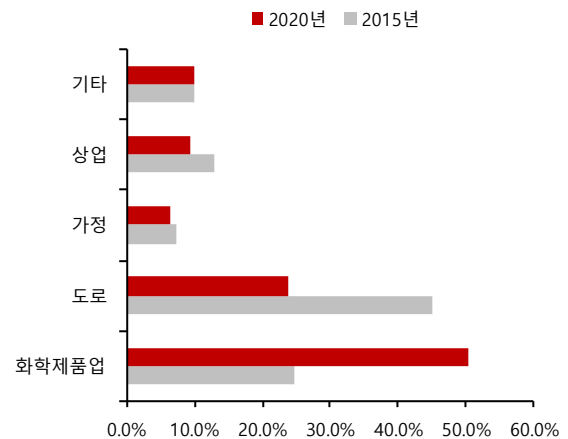
즉 사용처의 변화가 빠르게 진행되면서 현재는 화학제품 수요가 전체의 절반 가까이를 차지하고 있다. 동사의 자회사인 SK 어드밴스드의 프로필렌 설비 구축도 수요도 이러한 변화에 기여했다. 또한, LPG feed 크래커도 화학제품 수요를 개선시켰다. 현재 납사 대비 LPG 비율은 가스 가격 강세에 1.09 로 상승했다. 과거 평균 0.92 (5 개년) 보다는 높은 편이나 점진적인 가스 안정화 및 원재료 가격 변동성 Hedge 측면에서 LPG 의 화학 제품 수요는 장기적으로 유효할 전망이다.

LPG CP 가격 추이



자료: Petronet, SK 증권

LPG 사용처 변화: 화학제품 확대



자료: Petronet, SK 증권

(3) LNG 에서 수소까지 Road-map

동사의 성장 모델은 가스 and 수소 그 중간에 있다. 시작은 가스다. 한국석유공사(51.3%), MOCLT(1.5%)와의 지분투자(SK 가스, 47.2%)를 통해서 LNG 복합터미널을 준비 중이다. LNG 탱크 #1(21.5 만 kl)는 지난 해 7 월에 착공했으며, 동일 규모의 #2 도 작년 9 월에 착공해 모두 '24 년 6 월 준공을 목표로 하고 있다. LNG 의 역할은 친환경으로 넘어가는 중간단계로 예상되고 있다. 실제로, 국내 에너지원 별 발전량에서 LNG 의 비중은 '15 년 20%에서 최근 25%로 확대되었다. 미국에서도 전체 에너지 사용에서 가스가 차지하는 비중이 원유의 비중을 따라잡았다. 가스는 석탄/유류 대비 온실가스의 배출이 낮고, 에너지 효율이 좋기에 상대적 매력에 부각될 전망이다. 탱크의 추가 확대 여지가 열려 있으며, 울산 GPS 로 수익성 향상이 가능하다. 동사는 '25 년 LNG(울산 GPS 포함) 세전이익 목표치를 1,900 억원으로 제시해 LPG 다음의 모멘텀을 기대케 한다.

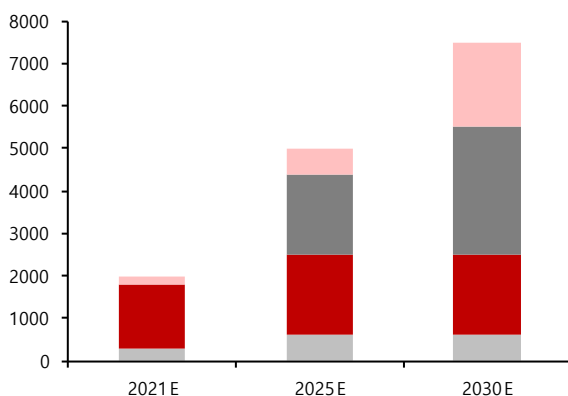
KET(주) LNG 복합터미널



자료: SK 가스, SK 증권

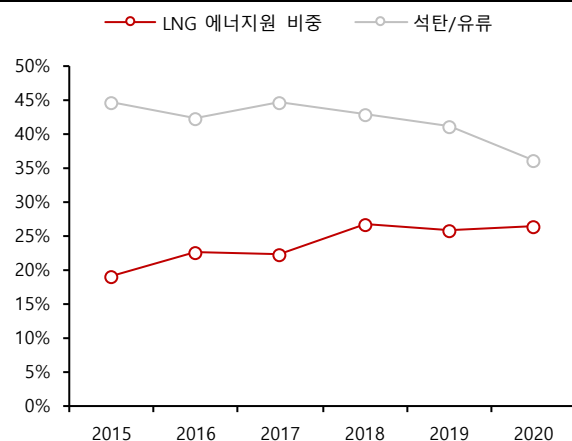
수익모델 Transition 가이드선스

(억원) ■ PDH 등 ■ LPG ■ LNG(울산GPS 등 발전 포함) ■ 수소/신재생



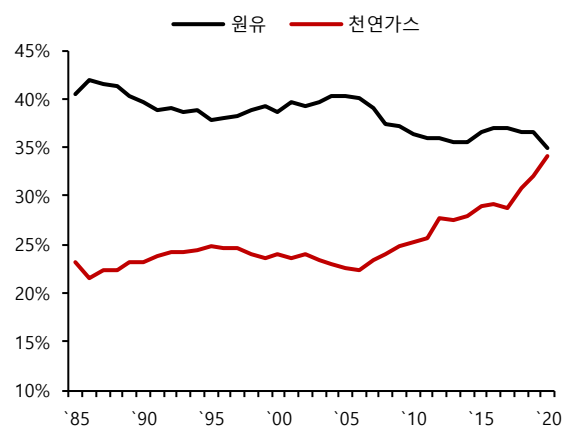
자료: SK 가스, SK 증권

에너지원별 발전량에서 LNG 비중은 석탄/유류 대신 확대



자료: KOSIS, 한국전력거래소, SK 증권

미국 에너지원에서도 가스가 원유의 비중을 따라잡음

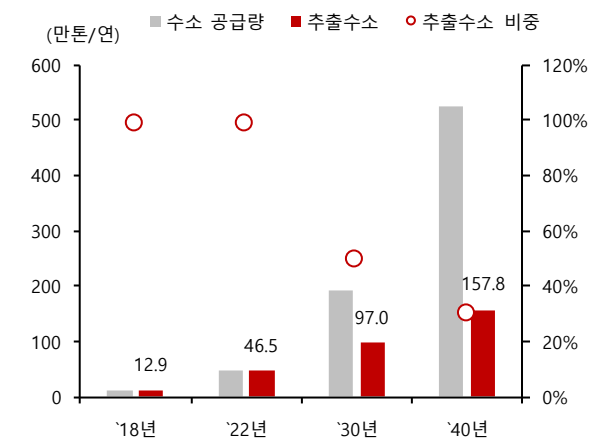


자료: EIA, SK 증권 / 주: 전체 에너지 사용 기준

다음은 수소 비즈니스로의 확장이다. 일차적으로 SK 어드밴스에서 발생하는 부생수소를 활용/판매하는 것을 시작으로, 향후에는 추출 수소로 양적 확대를 통해 수소 생태계 구축의 경쟁력을 확보할 계획이다. 주요 관계회사인 SK 어드밴스는 약 3~4 만 Nm³/h(연 약 3 만톤)의 수소가 나오고 있으며, 부생수소인 만큼 cost 측면의 경쟁력을 확보하고 있다. 추후에는 울산에서 조달한 LNG를 통해서 자체적인 추출 수소 생성도 가능하다. 수소 생태계의 확장을 위해서는 부생수소만으로 해결하기는 쉽지 않다. 실제로 국내 수소 가이던스 기준으로 전체 수소 공급에서 추출수소의 비중은 감소하지만, 절대 크기 자체는 지속 증가할 것으로 기대된다. 규모의 경제 및 CCUS 기술의 고도화가 가능한 장기적 시점에 실현 가능성이 높아 보인다. 동사는 LNG 직도입을 수행하는 만큼 추출 수소 시장에 있어 원가 측면의 경쟁력을 확보할 전망이다.

또한, 동사는 보유한 LPG 충전소를 기반으로 수소 충전소 확장을 계획 중이다. 기존 LPG 충전소를 수소 충전소로 전환할 시에 추가로 취득할 토지 면적이 작기 때문인데, '23년에는 10 개, '25년에는 55 개로 확장할 계획이다. 선제적인 인프라 확장이 수소 생태계 진입에 긍정적인 전망이다.

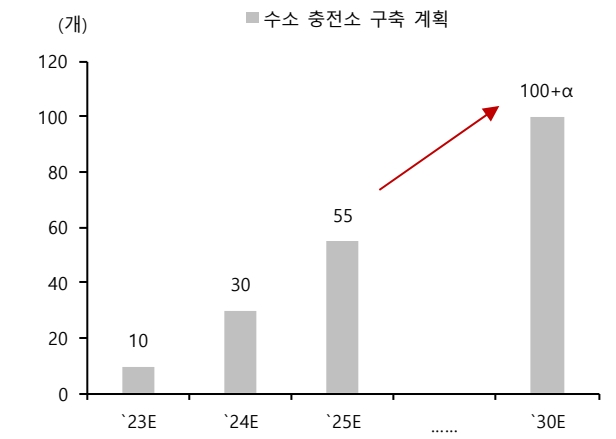
수소 로드맵 가이던스 기준으로 추출 수소 사용 확대



자료: 산업통상자원부, SK 증권

주: '22년 추출수소 비중은 '18년도와 플랫폼에 유지

수소 충전소 개수 Target



자료: SK 가스, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	1,189.2	1,444.2	1,406.2	1,809.8	2,035.5	71.2%	12.5%	4,412.3	6,695.6	6,728.8
영업이익	-2.1	37.6	44.6	35.5	10.3	흑전	-70.9%	190.2	128.0	132.7
영업이익률	-0.2%	2.6%	3.2%	2.0%	0.5%	0.7%	-1.5%	4.3%	1.9%	2.0%
세전이익	63.1	77.2	144.2	93.9	8.6	-86.4%	-90.9%	407.8	323.9	153.2
세전이익률	5.3%	5.3%	10.3%	5.2%	0.4%	-4.9%	-4.8%	9.2%	4.8%	2.3%
지배순이익	6.8	112.9	56.3	72.1	6.5	-3.6%	-91.0%	265.4	247.8	116.1
지배주주순이익률	0.6%	7.8%	4.0%	4.0%	0.3%	-0.2%	-3.7%	6.0%	3.7%	1.7%

자료: SK 가스 SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	6.1%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	5.8%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	0.7
Target P/B	0.64
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	237,457
적정주가 (단위: 원)	151,402
Target Price (단위: 원)	150,000
현재주가(2021-11-23) (단위: 원)	120,500
상승여력	24.5%

자료: SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

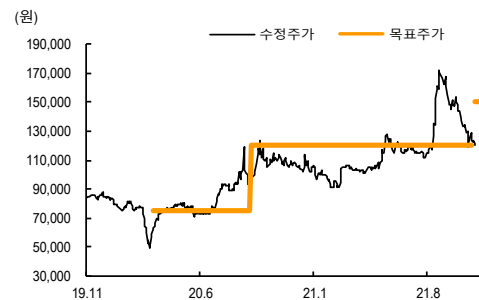
주: Target P/B 산정 시 PBR-ROE 조정 계수 0.6 배 적용

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	14.9%	5.4%	7.0%	6.7%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	6.1%			

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.24	매수	150,000원	6개월		
2021.11.18	담당자 변경				
2021.05.21	매수	120,000원	6개월	-4.18%	42.92%
2020.09.28	매수	120,000원	6개월	-12.68%	33.33%
2020.03.30	매수	75,000원	6개월	9.19%	59.33%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 11 월 2 현재 SK 가스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 11 월 24 일 기준)

매수	91.04%	중립	8.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,714	2,041	2,501	2,637	2,657
현금및현금성자산	136	122	247	376	595
매출채권및기타채권	657	719	938	942	817
재고자산	378	324	469	471	409
비유동자산	2,369	2,458	3,258	3,427	3,493
장기금융자산	89	140	156	156	156
유형자산	928	940	1,084	1,177	1,294
무형자산	111	112	115	115	114
자산총계	4,082	4,499	5,759	6,064	6,150
유동부채	1,570	1,272	1,780	1,844	1,768
단기금융부채	1,039	798	1,062	1,122	1,142
매입채무 및 기타채무	400	387	587	590	512
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	851	1,329	1,868	2,028	2,067
장기금융부채	795	1,211	1,747	1,907	1,947
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,422	2,600	3,648	3,872	3,835
지배주주지분	1,661	1,899	2,111	2,192	2,315
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	192	195	195	195	195
기타자본구성요소	-23	-22	-22	-22	-22
자기주식	-9	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	1,457	1,691	1,902	1,983	2,105
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,661	1,899	2,111	2,192	2,315
부채외자본총계	4,082	4,499	5,759	6,064	6,150

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	313	232	-272	249	553
당기순이익(손실)	154	265	248	116	158
비현금성항목등	137	70	8	179	213
유형자산감가상각비	98	102	147	156	183
무형자산감가상각비	2	6	6	6	6
기타	115	-147	-193	-30	-30
운전자본감소(증가)	43	3	-444	-9	232
매출채권및기타채권의 감소(증가)	101	-57	-287	-5	125
재고자산감소(증가)	-72	54	-145	-2	63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-29	-20	230	3	-78
기타	43	26	-242	-5	123
법인세납부	-21	-107	-84	-37	-51
투자활동현금흐름	-48	-488	-267	-250	-299
금융자산감소(증가)	92	-508	143	0	0
유형자산감소(증가)	-85	-71	-250	-250	-300
무형자산감소(증가)	-5	-5	-5	-5	-5
기타	-49	96	-155	5	6
재무활동현금흐름	-212	258	660	130	-35
단기금융부채증가(감소)	-180	-103	49	60	20
장기금융부채증가(감소)	73	425	705	160	40
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-26	-27	-36	-36	-36
기타	-79	-37	-57	-55	-59
현금의 증가(감소)	55	-14	125	129	219
기초현금	80	136	122	247	376
기말현금	136	122	247	376	595
FCF	-373	329	-596	-2	254

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,931	4,412	6,696	6,729	5,836
매출원가	4,522	3,963	6,289	6,270	5,368
매출총이익	409	449	407	459	468
매출총이익률 (%)	8.3	10.2	6.1	6.8	8.0
판매비와관리비	220	259	279	326	285
영업이익	190	190	128	133	182
영업이익률 (%)	3.8	4.3	1.9	2.0	3.1
비영업손익	-99	218	196	21	27
순금융비용	41	34	34	49	53
외환관련손익	-17	33	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	51	50	70	40	50
세전계속사업이익	91	408	324	153	209
세전계속사업이익률 (%)	1.8	9.2	4.8	2.3	3.6
계속사업법인세	-9	142	76	37	51
계속사업이익	99	265	248	116	158
중단사업이익	55	0	0	0	0
*법인세효과	18	0	0	0	0
당기순이익	154	265	248	116	158
순이익률 (%)	3.1	6.0	3.7	1.7	2.7
지배주주	159	265	248	116	158
지배주주귀속 순이익률(%)	3.22	6.01	3.7	1.73	2.72
비지배주주	-5	0	0	0	0
총포괄이익	130	260	248	117	159
지배주주	135	260	248	117	159
비지배주주	-5	0	0	0	0
EBITDA	290	298	281	295	371

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-28.1	-10.5	51.8	0.5	-13.3
영업이익	84.1	0.3	-32.7	3.6	37.2
세전계속사업이익	284.8	350.5	-20.6	-52.7	36.4
EBITDA	80.3	2.9	-5.6	4.8	26.0
EPS(계속사업)	-959.7	154.7	-6.6	-53.1	36.4
수익성 (%)					
ROE	9.9	14.9	12.4	5.4	7.0
ROA	3.9	6.2	4.8	2.0	2.6
EBITDA마진	5.9	6.8	4.2	4.4	6.4
안정성 (%)					
유동비율	109.1	160.5	140.5	143.0	150.3
부채비율	145.8	137.0	172.8	176.7	165.7
순차입금/자기자본	82.9	56.0	84.9	86.0	74.5
EBITDA/이자비용(배)	6.3	8.0	7.2	5.4	6.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,287	28,748	26,849	12,582	17,167
BPS	179,933	205,706	228,700	237,457	250,799
CFPS	28,044	40,418	43,429	30,126	37,669
주당 현금배당금	2,970	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	8.3	4.3	6.4	13.6	10.0
PER(최저)	6.0	1.7	3.4	7.2	5.3
PBR(최고)	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4
PCR	3.0	2.6	2.8	4.0	3.2
EV/EBITDA(최고)	7.8	7.4	12.0	11.8	8.9
EV/EBITDA(최저)	6.9	5.1	9.4	9.3	6.9