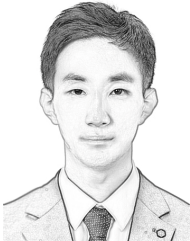


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sk.co.kr
02-3773-8477

Company Data

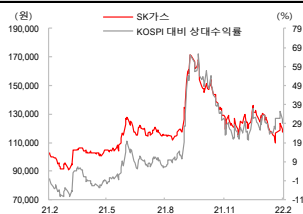
자본금	46 십억원
발행주식수	923 만주
자사주	30 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,085 십억원
주요주주	
SK디스커버리(외3)	72.35%

외국인지분률	6.00%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(22/02/08)	117,500 원
KOSPI	2746.47 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	171,500 원
52주 최저가	91,100 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.0%	-3.1%
6개월	2.2%	21.7%
12개월	14.6%	29.0%

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

가스/수소로의 탐색

4분기 영업이익은 -124 억원을 기록해 시장 컨센서스를 하회. LPG 가격 상승에 따른 외형성장에도 파생상품 실물 반영 등이 반영되며 수익성이 주춤. 반면, 지난 몇 달간 LPG CP 가격은 하락했지만 유가는 우 상향 추세를 보임. 수익성 측면에서 긍정적인 전망. 또한, 최근 동사의 투자 내역은 LNG와 수소로 귀결. 가스/수소로의 성장동력 확보가 긍정적. 투자의견 매수, 목표주가는 Target P/B 0.59 배를 부여해 15 만원을 제시함

LPG 가격의 상승

4분기 매출액은 1.8 조원, 영업이익은 -124 억원을 기록해 시장 컨센서스 91 억원(2/8 기준)을 하회하는 실적을 기록했다. 4분기는 LPG 가격 상승에 따른 외형성장이 지속되었다. 다만, 수익성 측면에서는 LPG 국제가 상승, 파생상품 실물 손실 등에 다소 주춤하는 모습을 시현했다. 다만, 최근 LPG, 유가의 역방향에 주목한다. 프로판 기준 12~2월 \$795/t → \$740/t → \$775/t로 CP 가격이 하락했다. 반면에 유가는 지속적 우 상향을 보이고 있다. 우호적 산업체 평가 환경이 수익성에 긍정적인 전망이다.

가스/수소로의 탐색과 전환

동사가 자금 출자한 울산지피에스는 '24년 1,227MW 규모의 LNG/LPG 복합발전소를 준공할 예정이다. LNG 복합발전소를 하는 GS EPS의 '16~'20 5개년도 영업이익률은 평균 약 13%, ROE는 11%이다. 또한, 청록수소 원천 기술(천연가스를 원료로 수소+고체탄소로 제조)을 보유한 C-zero에 투자하기로 결정했다. 청록 수소는 블루수소가 해결해야 할 탄소 저장(CCS) 부분을 해소할 수 있다. LNG 인프라를 확충 하는 동시에 LNG 사용처 + 청록 수소의 역량을 확보해 나간다는 점에서 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 150,000 원 유지

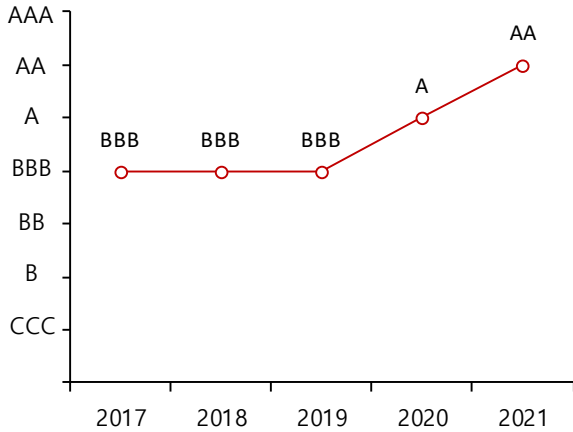
가스/수소로의 방향성을 제시한 이후 일치하는 투자 내역을 보이고있다. 중장기 성장동력에 변함이 없다. 투자의견은 매수를 제시하고, 목표주가는 PBR-ROE 기반 Target P/B 0.59 배를 부여해 15 만원으로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	6,859	4,931	4,412	6,495	6,867	5,836
yoy	%	7.9	-28.1	-10.5	47.2	5.7	-15.0
영업이익	십억원	103	190	190	105	131	182
yoy	%	5.4	84.1	0.3	-44.6	24.6	38.8
EBITDA	십억원	161	290	298	258	293	371
세전이익	십억원	24	91	408	557	152	209
순이익(지배주주)	십억원	60	159	265	411	115	158
영업이익률%	%	1.5	3.8	4.3	1.6	1.9	3.1
EBITDA%	%	2.3	5.9	6.8	4.0	4.3	6.4
순이익률	%	0.8	3.1	6.0	6.3	1.7	2.7
EPS(계속사업)	원	-1,313	11,287	28,748	44,545	12,475	17,137
PER	배	N/A	7.5	3.6	2.9	9.4	6.9
PBR	배	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	11.1	7.5	6.8	11.4	10.4	7.7
ROE	%	3.9	9.9	14.9	19.7	5.0	6.6
순차입금	십억원	1,057	1,376	1,064	1,766	1,953	1,769
부채비율	%	128.6	145.8	137.0	159.4	165.8	155.4

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)	58.4	NA	NA
지배구조(Governance)	63.9	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. 지난해 AA 등급으로 추가 상승. ESG 위원회를 설립해 주요 의사 결정에 ESG 를 반영 중

종속회사를 통한 LNG 분야 투자는 긍정적. 가스는 석유를 대체하는 수단으로, 효율성 개선을 통해 환경 측면의 부담을 낮출 전망. 또한, 중장기 방향성은 수소로 'E' 역량에서 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/유가의 역방향

4분기 LPG 상승에 따른 외형성장이 지속되었다. 수익성 측면에서는 LPG CP 상승으로 다소 주춤하는 모습을 시현했다. 다만, 최근 LPG, 유가의 역방향에 주목한다. 프로판 기준 12~2월 \$795/t → \$740/t → \$775/t로 CP 가격이 하락했다. 반면에 유가는 지속적 우 상향을 보이고 있다. 우호적 판가 환경이 수익성에 긍정적인 전망이다.

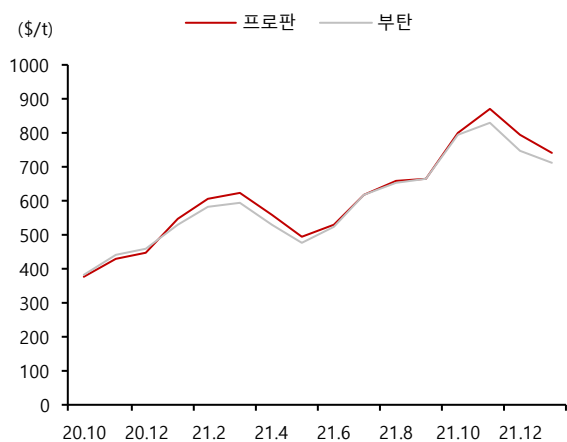
(2) SK 디앤디 지분 매각: LPG 에서 LPG & LNG 로

동사는 지난 해 말 SK 디앤디 지분(31%) 매각을 공시했다. 전량 SK 디스커버리에 매각함으로써 2,828 억원 현금을 확보했다. 중장기적으로 LNG/수소 관련 분야에 투자될 전망이다. 동사의 자금 출자가 진행중인 종속회사 울산지피에스는 '24년 1,227MW 규모의 LNG/LPG 복합발전소를 준공할 예정이다. LNG 복합발전소를 하는 GS EPS 의 '16~'205 개년도 영업이익률은 평균 약 13%, ROE 는 11% 이다.

(3) C-zero, 청록수소 투자

동사는 미국에 소재한 청록수소 원천 기술(천연가스를 원료로 수소+고체탄소로 제조)을 보유한 C-zero 에 투자하기로 결정했다. 청록 수소는 블루수소가 해결해야 할 탄소 저장(CCS) 부분을 해소할 수 있다. LNG 인프라를 확충 하는 동시에 추출수소의 친환경 접근인 청록 수소의 역량을 확보해 나간다는 점에서 긍정적이다.

LPG CP 가격 추이



자료: Petronet, SK 증권

C-zero 투자 계약 체결 내용

(전략) 미국 캘리포니아주에 위치한 C-Zero 는 청록수소 생산의 핵심 기술이라 여겨지는 천연가스 열분해(Methane Pyrolysis) 원천 기술을 보유한 스타트업이다. **이 기술은 메탄이 주성분인 천연가스를 고온 반응기에 주입한 후 촉매와 반응시켜 수소와 고체탄소로 분해하는 기술로, 이 과정을 통해 생산된 수소가 바로 청록수소다.**

일반적으로 그레이수소와 블루수소 1kg 를 생산하는 데 각각 10kg 와 4~5kg 의 이산화탄소가 배출되는 반면, 청록수소는 생산과정에서 이산화탄소가 발생하지 않는다. (후략)

자료: 파이낸셜투데이(2021.12.08), 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	1,834.4	54.3%	1.4%	4,412.3	6,494.5	6,867.5
영업이익	-2.1	37.6	44.6	35.5	-12.4	적지	적전	190.2	105.3	131.2
영업이익률	-0.2%	2.6%	3.2%	2.0%	-0.7%	-0.5%	-2.6%	4.3%	1.6%	1.9%
세전이익	63.1	77.2	144.2	93.9	241.8	283.3%	157.5%	407.8	557.2	151.9
세전이익률	5.3%	5.3%	10.3%	5.2%	13.2%	7.9%	8.0%	9.2%	8.6%	2.2%
지배순이익	6.8	112.9	56.3	72.1	169.8	2414.4%	135.5%	265.4	411.2	115.1
지배주주순이익률	0.6%	7.8%	4.0%	4.0%	9.3%	8.7%	5.3%	6.0%	6.3%	1.7%

자료: SK 가스 SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	5.7%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	5.8%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	0.7
Target P/B	0.59
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	253,975
적정주가 (단위: 원)	148,586
Target Price (단위: 원)	150,000
현재주가(2022-02-08) (단위: 원)	117,500
상승여력	27.7%

자료: SK 증권 추정

주 Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

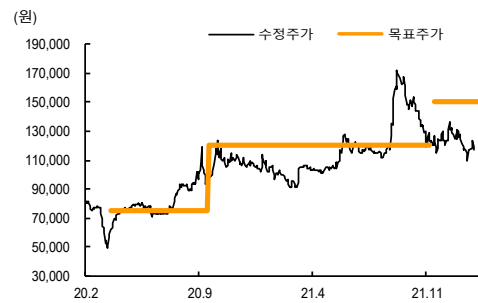
주 Target P/B 산정 시 PBR-ROE 조정 계수 0.6 배 적용

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	14.9%	5.0%	6.6%	6.3%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	5.7%			

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.09	매수	150,000원	6개월		
2021.11.24	매수	150,000원	6개월	-17.82%	-9.33%
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%	3.33%
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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 2월 9일 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 (2022년 2월 9일 기준)

매수	92.98%	중립	7.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,714	2,041	2,483	2,599	2,614
현금및현금성자산	136	122	274	307	551
매출채권및기타채권	657	719	910	962	817
재고자산	378	324	455	481	409
비유동자산	2,369	2,458	3,417	3,632	3,688
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	5,900	6,230	6,302
유동부채	1,570	1,272	1,759	1,859	1,768
단기금융부채	1,039	798	1,062	1,122	1,142
매입채무 및 기타채무	400	387	569	602	512
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	851	1,329	1,867	2,027	2,066
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	3,626	3,886	3,835
지배주주지분	1,661	1,899	2,274	2,344	2,467
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	2,066	2,135	2,257
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,661	1,899	2,274	2,344	2,467
부채외자본총계	4,082	4,499	5,900	6,230	6,302

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	313	232	-245	163	578
당기순이익(손실)	154	265	411	115	158
비현금성항목등	137	70	-178	178	213
유형자산감가상각비	98	102	147	156	183
무형자산상각비	2	6	6	6	6
기타	115	-147	-449	-30	-30
운전자본감소(증가)	43	3	-324	-93	257
매출채권및기타채권의 감소(증가)	101	-57	-259	-52	144
재고자산감소(증가)	-72	54	-131	-26	72
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-29	-20	212	33	-90
기타	43	26	-148	-47	131
법인세납부	-21	-107	-154	-37	-51
투자활동현금흐름	-48	-488	-267	-250	-300
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	6	6
재무활동현금흐름	-212	258	660	120	-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	-46	-36
기타	-79	-37	-57	-55	-59
현금의 증가(감소)	55	-14	152	33	244
기초현금	80	136	122	274	307
기말현금	136	122	274	307	551
FCF	-373	329	-494	-87	279

자료 : SK가스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,931	4,412	6,495	6,867	5,836
매출원가	4,522	3,963	6,121	6,403	5,368
매출총이익	409	449	374	464	468
매출총이익률 (%)	8.3	10.2	5.8	6.8	8.0
판매비와관리비	220	259	268	333	285
영업이익	190	190	105	131	182
영업이익률 (%)	3.8	4.3	1.6	1.9	3.1
비영업손익	-99	218	452	21	27
순금융비용	41	34	34	49	53
외환관련손익	-17	33	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	51	50	70	40	50
세전계속사업이익	91	408	557	152	209
세전계속사업이익률 (%)	1.8	9.2	8.6	2.2	3.6
계속사업법인세	-9	142	146	37	51
계속사업이익	99	265	411	115	158
중단사업이익	55	0	0	0	0
*법인세효과	18	0	0	0	0
당기순이익	154	265	411	115	158
순이익률 (%)	3.1	6.0	6.3	1.7	2.7
지배주주	159	265	411	115	158
지배주주귀속 순이익률(%)	3.22	6.01	6.33	1.68	2.71
비지배주주	-5	0	0	0	0
총포괄이익	130	260	412	116	159
지배주주	135	260	412	116	159
비지배주주	-5	0	0	0	0
EBITDA	290	298	258	293	371

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-28.1	-10.5	47.2	5.7	-15.0
영업이익	84.1	0.3	-44.6	24.6	38.8
세전계속사업이익	284.8	350.5	36.6	-72.7	37.4
EBITDA	80.3	2.9	-13.3	13.5	26.7
EPS(계속사업)	-959.7	154.7	55.0	-72.0	37.4
수익성 (%)					
ROE	9.9	14.9	19.7	5.0	6.6
ROA	3.9	6.2	7.9	1.9	2.5
EBITDA마진	5.9	6.8	4.0	4.3	6.4
안정성 (%)					
유동비율	109.1	160.5	141.2	139.8	147.8
부채비율	145.8	137.0	159.4	165.8	155.4
순차입금/자기자본	82.9	56.0	77.7	83.3	71.7
EBITDA/이자비용(배)	6.3	8.0	6.6	5.4	6.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,287	28,748	44,545	12,475	17,137
BPS	179,933	205,706	246,395	253,975	267,288
CFPS	28,044	40,418	61,124	30,018	37,639
주당 현금배당금	2,970	4,000	5,100	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.3	4.3	3.9	10.5	7.6
PER(최저)	6.0	1.7	2.1	8.8	6.4
PBR(최고)	0.5	0.6	0.7	0.5	0.5
PBR(최저)	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4
PCR	3.0	2.6	2.1	3.9	3.1
EV/EBITDA(최고)	7.8	7.4	13.0	10.8	8.0
EV/EBITDA(최저)	6.9	5.1	10.1	10.1	7.5