

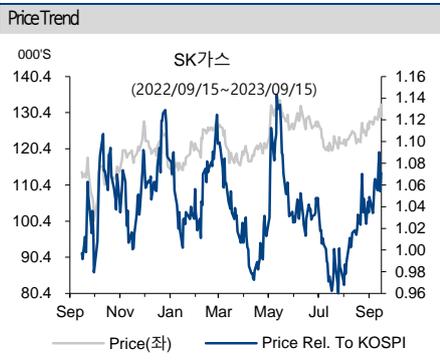
SK 가스 (018670)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	170,000 원(신규)
증가(2023/09/15)	132,600 원
상승여력	28.2 %

Stock Indicator	
자본금	46십억원
발행주식수	923만주
시가총액	1,224십억원
외국인지분율	5.9%
52 주 주가	100,500~135,500 원
60 일평균거래량	6,147 주
60 일평균거래대금	0.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	3.1	12.4	17.9
상대수익률	5.0	4.0	3.8	8.7



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	8,066	6,703	7,288	7,707
영업이익(십억원)	390	398	321	410
순이익(십억원)	257	260	206	299
EPS(원)	27,852	28,206	22,264	32,362
BPS(원)	253,611	277,285	295,016	320,902
PER(배)	4.1	4.7	6.0	4.1
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	11.5	10.6	7.8	10.5
배당수익률(%)	4.8	3.8	3.8	5.3
EV/EBITDA(배)	5.1	5.5	6.8	5.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지] 전유진
(2122-9193) yujinjn@hi-ib.com

2024년부터 그림이 너무 좋다

목표주가 17만원 및 매수의견으로 신규 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 17만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 해당 목표주가는 울산 GPS 및 KET(코리아에너지터미널) 가동이 시작되는 2024년 실적을 함께 고려한 2023~2024년 평균 BPS에 PBR 0.60배를 적용하여 산출하였다.

국내 최대 LPG 트레이딩 업체로서 영업이익률은 상대적으로 매년 안정적인 구조인 반면, 국내외 LPG 판매에 한정된 사업과 파생상품손익에 따라 세전이익의 변동성이 큰 점은 다소 아쉬운 부분이다. 이는 지난 10년 동안 10% 내외의 ROE를 꾸준히 창출해왔음에도 PBR 멀티플이 평균 0.55배 내외에 그친 주요 이유이기도 하다. 그러나 2024년 하반기 GPS와 LNG 저장/수송 가능한 KET 운영을 시작으로 발전 및 LNG 트레이딩으로 사업영역 확대됨으로써 외형성장 뿐 아니라 밸류에이션 re-rating 또한 충분히 가능하다는 판단이다. 동사 목표주가 산출에서 지난 10년 평균 0.55배 대비 10% 할증한 0.60배를 적용한 것도 이 같은 사업 포트폴리오 확대에 근거한다.

2024년 하반기 울산 GPS 및 KET 상업가동으로 사업영역 확대

2023년 영업이익은 3,977억원으로 전년도 3,905억원과 유사한 수준으로 예상된다. LPG 가격 상대적 약세에 따른 판매량 확대 및 1분기 트레이딩 이익 증가 영향이다. 2024년은 2023년 1분기 발생한 기고효과의 정상화로 LPG 영업이익이 -29%YoY 축소되었으나 GPS 운영에 따른 사업 다각화 시작이라는 점에 더 주목할 필요가 있다.

동사는 2024년 8월 1.2GW 규모의 LPG/LNG 혼소 발전소 가동을 계획하고 있는데, 이에 따라 매출액 4.8천억원 및 영업이익 330억원의 증가가 예상된다. 2025년에는 그 효과가 온기 반영되며 매출액 1.1조원, 영업이익 1천억 내외가 추가로 인식됨에 따라 동사 영업이익 체력은 연간 4천억원 이상의 완전한 레벨업을 기대할 수 있겠다.

특히 이번 GPS 발전소 가동은 단순히 외형성장의 기회를 넘어, LPG/LNG를 동시에 다룰 수 있게 된다는 점에서도 중요한 함의를 가진다. 향후 LNG 가격 급등락에 따라 LPG 투입을 통해 기존 LNG 발전소 대비 원가 경쟁력을 확보할 수 있을 뿐만 아니라, KET 터미널에 저장되어 있는 LNG를 외부 판매함으로써 추가적인 트레이딩 이익의 기회 또한 창출할 수 있다. LPG 트레이딩에만 한정되어 있는 현재의 사업구조가 향후 발전소 및 LNG 트레이딩 부문으로 한층 확대될 수 있는 계기가 되는 셈이다.

2024~2025년 그림이 너무 좋다

중기적으로 LNG 시장의 구조적 성장은 필연적이다. 금번 울산 GPS 및 KET 가동은 글로벌 탭티어 LPG 트레이딩 업체인 동사가 LNG 시장까지 진출할 수 있는 기회가 될 수 있다는 점에서 그 의미가 남다르다. 또한 사업영역 다변화를 통한 이익체력의 확대는 배당가능이익을 증가시키며 DPS 상승을 기대할 수 있다는 점도 긍정적이다.

표1. SK 가스 목표주가 산정: PBR Valuation

(단위: 원, 배, %)	적용 값	참고내용
BPS (2023~2024 평균)	286,151	2023~2024년 BPS 당사 추정치 평균
2023FBPS	277,285	
2024FBPS	295,016	
TargetPBR	0.60	과거 10년 평균 멀티플 대비 +10% 할증 적용
적정주가(원)	171,690	BPS * TargetPBR
목표주가(원)	170,000	
현재주가(원)	132,600	2023년 09월 15일 종가 기준
상승여력(%)	29.8%	

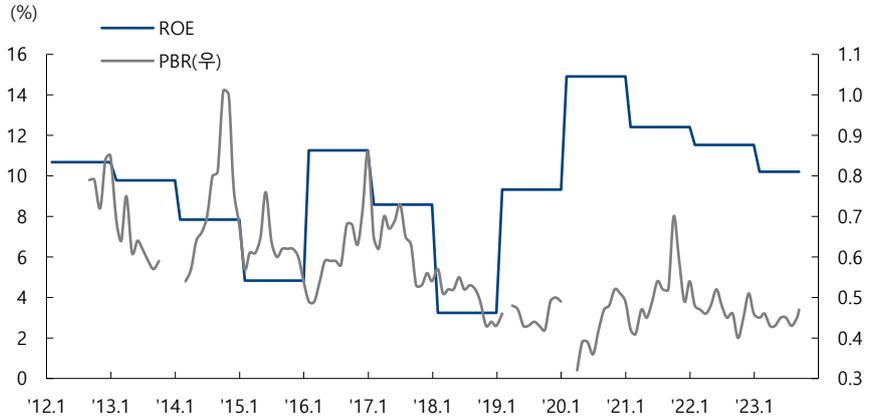
자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. SK 가스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	2,367	1,907	1,842	1,951	2,150	1,494	1,375	1,684	8,066	6,703	7,288
영업이익	106	57	66	162	208	67	52	71	390	398	321
영업이익률(%)	4.5%	3.0%	3.6%	8.3%	9.7%	4.5%	3.8%	4.2%	4.8%	5.9%	4.4%
세전이익	185	17	-48	151	223	12	37	53	305	325	257
세전이익률(%)	7.8%	0.9%	-2.6%	7.7%	10.3%	0.8%	2.7%	3.2%	3.8%	4.9%	3.5%

자료: 하이투자증권 리서치본부

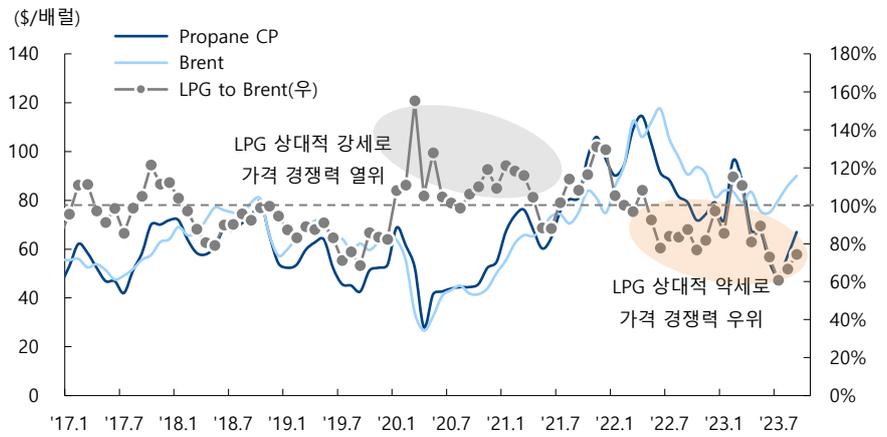
그림1. SK가스 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

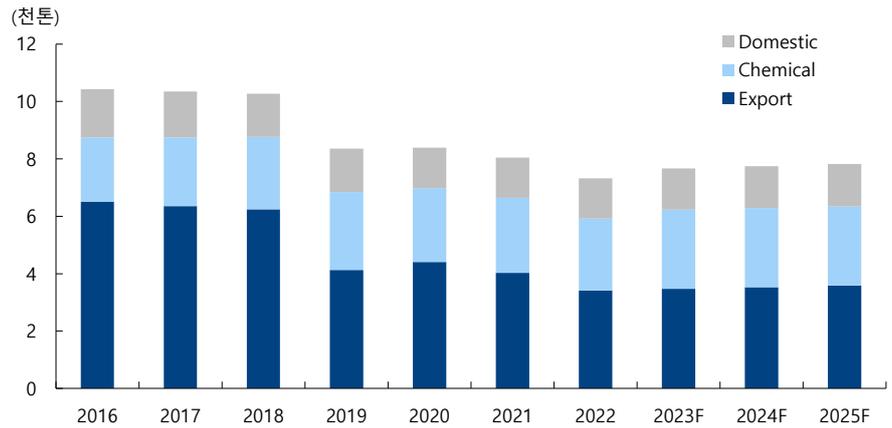
주: 2023년 ROE는 당사 추정치임

그림2. 유가 및 LPG 가격 추이



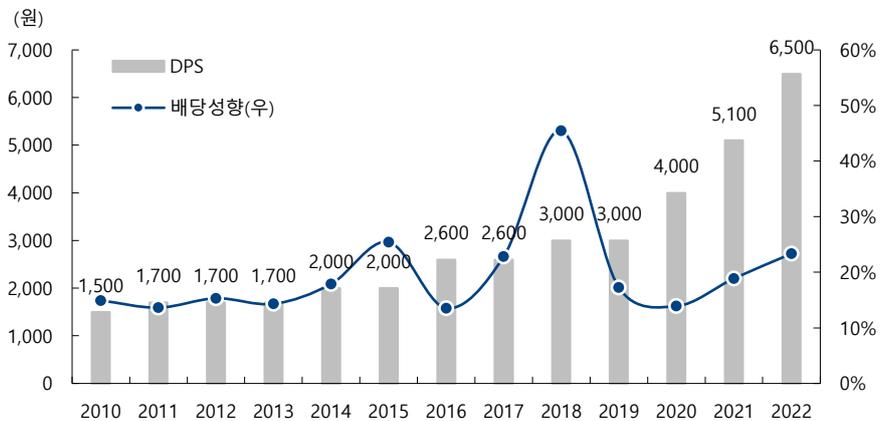
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림3. SK가스 부문별 LPG 판매량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림4. SK가스 2010년 이후 DPS 및 배당성향 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,581	2,263	2,186	2,271
현금 및 현금성자산	405	230	19	2
단기금융자산	487	501	517	532
매출채권	969	881	958	1,013
재고자산	462	384	417	441
비유동자산	3,250	3,684	3,958	4,094
유형자산	1,621	2,054	2,327	2,462
무형자산	116	107	99	91
자산총계	5,832	5,947	6,144	6,365
유동부채	1,743	1,739	1,872	1,954
매입채무	142	118	128	135
단기차입금	900	900	1,000	1,050
유동성장기부채	213	213	213	213
비유동부채	1,748	1,648	1,548	1,448
사채	1,217	1,117	967	867
장기차입금	47	47	97	97
부채총계	3,491	3,388	3,421	3,403
자배주주지분	2,341	2,559	2,723	2,962
자본금	46	46	46	46
자본잉여금	195	195	195	195
이익잉여금	2,110	2,308	2,450	2,668
기타자본항목	-11	10	31	52
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	2,341	2,559	2,723	2,962

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,066	6,703	7,288	7,707
증가율(%)	24.2	-16.9	8.7	5.7
매출원가	7,388	6,030	6,652	6,959
매출총이익	678	672	636	747
판매비와관리비	288	275	315	337
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	390	398	321	410
증가율(%)	270.2	1.9	-19.4	28.0
영업이익률(%)	4.8	5.9	4.4	5.3
이자수익	5	7	5	5
이자비용	58	56	56	55
지분법이익(손실)	-49	-33	-20	5
기타영업외손익	5	6	6	6
세전계속사업이익	305	325	257	373
법인세비용	48	65	51	75
세전계속이익률(%)	3.8	4.9	3.5	4.8
당기순이익	257	260	206	299
순이익률(%)	3.2	3.9	2.8	3.9
지배주주귀속 순이익	257	260	206	299
기타포괄이익	21	21	21	21
총포괄이익	278	281	226	320
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

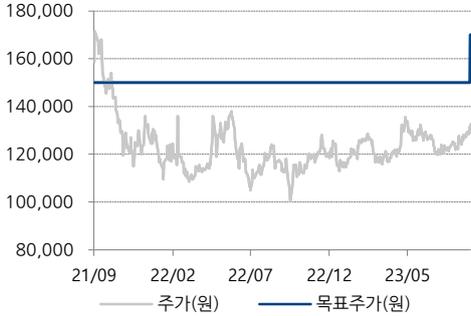
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	140	481	191	305
당기순이익	257	260	206	299
유형자산감가상각비	99	97	107	115
무형자산상각비	9	9	8	8
지분법관련손실(이익)	-49	-33	-20	5
투자활동 현금흐름	-57	-426	-277	-147
유형자산의 처분(취득)	-509	-530	-380	-250
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	60	-58	-58	-58
재무활동 현금흐름	146	-272	-176	-226
단기금융부채의증감	-31	-	100	50
장기금융부채의증감	345	-100	-100	-100
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	242	-175	-211	-17
기초현금및현금성자산	163	405	230	19
기말현금및현금성자산	405	230	19	2

주요투자지표

	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	27,852	28,206	22,264	32,362
BPS	253,611	277,285	295,016	320,902
CFPS	39,557	39,652	34,757	45,688
DPS	6,500	7,000	7,000	9,000
Valuation(배)				
PER	4.1	4.7	6.0	4.1
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	2.9	3.3	3.8	2.9
EV/EBITDA	5.1	5.5	6.8	5.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.5	10.6	7.8	10.5
EBITDA 이익률	6.2	7.5	6.0	6.9
부채비율	149.1	132.4	125.6	114.9
순부채비율	63.4	60.4	63.9	57.1
매출채권회전율(x)	8.5	7.2	7.9	7.8
재고자산회전율(x)	17.4	15.9	18.2	18.0

자료 : SK가스, 하이투자증권 리서치본부

SK 가스
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2023-09-18	Buy	170,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 전유진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2023-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	95.4%	4.6%	-