

2024. 4. 17



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (4.16) 152,000 원

상승여력 44.7%

KOSPI 2,609.63pt

시가총액 14,030억원

발행주식수 923만주

유동주식비율 24.10%

외국인비중 7.62%

52주 최고/최저가 169,900원/119,100원

평균거래대금 14.4억원

주요주주(%)

SK디스커버리 외 2 인 72.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.1	-5.9	26.6
상대주가	2.3	-12.1	24.7

주가그래프



SK가스 018670

올해와 내년은 천지차이

- ✓ 국내 1위 LPG 사업자. 4Q24부터 신사업 LNG 개시. 미국 ESS 등으로도 확장 중
- ✓ 2025년 세전이익 5,000억원 달성 가능. LNG 직도입 사업자로서의 원가 이점에 주목
- ✓ 재무구조 개선과 2025년 6% 이상의 예상 배당수익률
- ✓ Re-rating 없이 과거 평균 5.6배 적용해도 Upside 풍부
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 220,000원을 제시

국내 1위 LPG 사업자. 10년 기다림 끝에 전환점을 맞다

동사는 국내 1위 LPG 수입, 유통 사업자다. 지난 10년 간 LNG 사업으로의 진출을 준비 끝에, 2024년 9월부터 LNG발전소(울산GPS)와 LNG터미널(KET) 운영이 시작된다. 2025~2026년부터는 국내 연료전지와 미국 ESS 프로젝트도 운영을 시작한다. 더 이상 LPG 사업자라고 부르기 어려운 사업구조로 진화하고 있다.

2025년 세전이익 5,000억원 가이드언스에 100% 동의

동사는 2025년 세전이익 5,000억원 가이드언스를 제시했다(LNG 신사업 2,300억원 포함). 시장은 이에 대해 반신반의하고 있으며, 컨센서스도 가이드언스 대비 13% 낮다. 그러나 비슷한 LNG 직도입 발전사들의 사례를 분석한 결과 당사는 충분히 달성 가능한 수준이라는 결론을 내렸다. 특히 최근 유가, 환율 상승세는 LNG발전 이익에 도움이 된다. 종합적으로, 2025년 순이익은 3,658억원(+140.8% YoY)을 예상한다. 신사업 확대에 따른 멀티플 Re-rating 없이 5~6배 PER을 적용하더라도 Upside가 충분하다. 최근 유가, 환율 상승세는 실적 전망에 긍정적이고, LNG 가격도 급등한다면 Optionality(LNG 재판매) 추가 수익을 기대해볼 수 있다.

4Q24 실적이 전환점. 매수는 지금부터

투자의견 Buy, 적정주가 220,000원을 제시한다. 울산GPS의 실적은 4Q24부터 확인 가능하지만 지금 시점부터 점진적인 비중 확대가 필요하다. 계절적으로 LPG 가격이 상승하는 하절기가 다가오고 있고 그간 LPG 가격과 동사의 주가는 동행하는 경향을 보여왔기 때문이다. 2024년은 감익이지만, 2025년부터는 이익 확대, 투자 감소로 현금흐름이 크게 개선된다. 재무구조 개선과 배당 확대를 동시에 기대할 수 있다. 2025년 기준 예상 배당수익률은 6.5%다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	8,066.2	390.5	257.1	27,852	3.1	253,611	4.1	0.5	6.2	11.5	149.1
2023	6,992.3	303.6	316.3	34,267	23.0	279,632	4.3	0.5	7.9	12.9	135.0
2024E	8,230.4	315.1	167.6	18,158	-47.0	290,140	8.4	0.5	9.1	6.4	147.8
2025E	9,128.7	543.7	355.4	38,504	112.1	322,070	3.9	0.5	5.3	12.6	132.0
2026E	9,216.6	548.2	388.5	42,085	9.3	354,171	3.6	0.4	5.0	12.4	120.1



Contents

Summary	3
1. 기업 개요 및 실적 전망	4
1 등 LPG 사업자에서 LNG 로, 수소로, ESS 로	4
실적전망: 2025 년 도약을 위해 쉬어가는 2024 년	6
2. 밸류에이션	7
무리한 멀티플 없이 이익 개선만으로 충분한 Upside	7
3. 산업분석	8
글로벌 LNG 수입 3 등인 한국. 투자할 LNG 사업자가 없는 이유?	8
가스 시장에서 줄어드는 공적 영역. 민간 사업자의 영역 확대	9
한국가스공사를 비롯한 공기업들은 재무적으로 투자 여력이 부족	11
민간 사업자들의 적극적인 투자 진행 중	13
4. 투자포인트 1) LNG 직도입 발전, 이 사업 구조는 특별합니다	15
2025 년 신사업에서만 2,300 억원. 가능할까?	15
발전 사업의 원리: 저렴한 원가 = 높은 가동률	16
5. 투자포인트 2) 재무구조 개선과 안정적 배당	20
공격적인 투자가 결실을 맺는 때	20
배당 확대와 재무구조 정상화를 동시에 진행	21
6. 투자포인트 3) LPG 사업, 반등의 계기를 마련	22
LPG 사업과 파생상품손익에 대한 이해	22
2024 년부터 LPG 주요 지표 반등 관찰	23

Summary

금리, 유가, 환율 등 매크로 변수의 불확실성이 높은 상황에서 한 기업이 자체적인 투자로 성과를 거두는 것만큼 반가운 소식은 없다. SK가스는 LPG 유통, 트레이딩 사업자였지만, 지난 10년 간 준비한 LNG 신사업에서 2024년 9월부터 드디어 실적을 거두기 시작한다. 사실 이외에도 국내 수소, 미국 ESS 등 미래 성장 동력이 풍부하지만, 이번 보고서에서는 LNG 사업에 대해 집중 조명하고 있다.

LNG 신사업은 LNG 터미널(울산 KET), LNG 발전(울산 GPS) 두 가지로 분류된다. 이 중에서도 울산GPS가 가진 이익 잠재력에 주목해야 한다. 동사는 2025년 세전이익 가이드선으로 5,000억원을 제시했으나 시장 컨센서스는 4,300억원에 그치고 있다. LNG 발전사가 국내에 상장되어있지 않아 비교할 수 있는 레퍼런스가 부족한 상태로, 수익성에 대해 반신반의하는 분위기다.

당사는 가이드선에 준하는 2025년 4,902억원(+112.0% YoY)의 세전이익을 전망하고 있다. 2025년 영업이익은 5,437억원(+72.5% YoY)을 전망하며, LNG 발전 사업에서 기존 사업보다 더 큰 2,853억원의 영업이익을 예상한다. 이번 보고서에서는 LNG 직도입 발전 사업을 하고 있는 비상장사들의 사례를 분석하여, 울산 GPS의 이익 전망의 근거를 마련했다.

가스 트레이딩 사업의 매력은 원자재 가격 변동성 확대 시 예상치 못한 추가 수익을 거둘 수 있다는 것이다. 특히 동사의 경우, LNG 사업이 시작되는 2024년 9월부터는 LNG 가격이 급등할 시 Optionality 수익을 통해 전망치보다 더 큰 이익을 거둘 수 있는 잠재력이 있다.

증가한 이익은 주주환원으로 직결된다. 동사는 3개년 주주환원 정책으로 연결지배 주주순이익의 25%+ α 를 제시했다. 목표 ROE 12%를 초과하는 이익을 달성할 경우 자사주 매입 및 소각 등 추가 환원을 검토하겠다는 것이다. 추가 환원이 없다고 하더라도 당사 전망치 기준 2025년 예상 배당수익률은 6.5%에 달한다.

LNG 신사업 실적이 눈으로 확인되는 4Q24 실적이 향후 주가의 가장 큰 트리거다. 다만 LPG 가격 반등 시 그 이전에도 주가가 오를 수 있으므로 현 시점부터 점진적인 매수 전략을 추천한다. SK가스에 투자의견 Buy, 적정주가 220,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

이 보고서는 요약본입니다

SK 가스 (018670)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,066.2	6,992.3	8,230.4	9,128.7	9,216.6
매출액증가율(%)	24.2	-13.3	17.7	10.9	1.0
매출원가	7,388.1	6,376.1	7,600.2	8,255.5	8,330.0
매출총이익	678.1	616.2	630.2	873.2	886.6
판매관리비	287.7	312.6	315.1	329.5	338.4
영업이익	390.5	303.6	315.1	543.7	548.2
영업이익률(%)	4.8	4.3	3.8	6.0	5.9
금융손익	-42.1	180.9	-115.0	-37.5	-36.4
종속/관계기업손익	-48.8	-51.5	-35.0	-24.0	16.0
기타영업외손익	5.2	5.0	66.0	8.0	8.0
세전계속사업이익	304.7	438.0	231.2	490.2	535.8
법인세비용	47.7	121.7	63.6	134.8	147.3
당기순이익	257.1	316.3	167.6	355.4	388.5
지배주주지분 순이익	257.1	316.3	167.6	355.4	388.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	140.1	617.2	116.1	531.2	658.1
당기순이익(손실)	257.1	316.3	167.6	355.4	388.5
유형자산상각비	98.8	98.7	116.7	193.5	203.6
무형자산상각비	9.3	9.0	7.5	7.0	6.5
운전자본의 증감	-157.5	337.2	-295.9	-140.5	-15.9
투자활동 현금흐름	-56.7	-520.2	-703.1	-346.4	-332.3
유형자산의증가(CAPEX)	-508.8	-570.7	-623.0	-298.9	-304.9
투자자산의감소(증가)	6.3	27.1	-70.3	-20.0	13.9
재무활동 현금흐름	146.3	-8.8	210.2	-132.5	-155.3
차입금의 증감	435.4	-35.4	332.1	-16.6	-8.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	242.1	89.0	-376.8	52.4	170.6
기초현금	162.7	404.8	493.8	117.0	169.4
기말현금	404.8	493.8	117.0	169.4	339.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,581.3	2,485.1	2,522.3	2,689.7	2,889.5
현금및현금성자산	404.8	493.8	117.0	169.4	339.9
매출채권	903.7	705.1	964.2	1,108.9	1,122.6
재고자산	461.7	447.7	559.8	546.9	553.6
비유동자산	3,250.4	3,596.7	4,130.8	4,225.2	4,322.1
유형자산	1,620.8	2,102.4	2,608.7	2,714.2	2,815.5
무형자산	115.7	112.8	105.3	98.3	91.7
투자자산	1,023.4	944.8	980.1	976.0	978.1
자산총계	5,831.8	6,081.8	6,653.1	6,914.9	7,211.6
유동부채	1,742.5	1,460.9	1,688.2	1,658.3	1,656.1
매입채무	141.7	184.7	230.9	225.6	228.4
단기차입금	899.7	717.3	815.3	800.3	790.3
유동성장기부채	213.4	227.6	227.6	227.6	227.6
비유동부채	1,748.4	2,032.6	2,279.6	2,276.5	2,279.1
사채	1,216.7	1,267.2	1,387.2	1,387.2	1,388.2
장기차입금	46.6	333.4	433.4	433.4	433.4
부채총계	3,490.9	3,493.5	3,967.8	3,934.9	3,935.2
자본금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
자본잉여금	195.5	195.5	195.5	195.5	195.5
기타포괄이익누계액	10.9	7.3	7.3	7.3	7.3
이익잉여금	2,110.2	2,353.1	2,450.0	2,744.8	3,041.1
비지배주주지분	0.0	7.2	7.2	7.2	7.2
자본총계	2,340.9	2,588.3	2,685.3	2,980.0	3,276.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	873,885	757,538	891,674	988,996	998,518
EPS(지배주주)	27,852	34,267	18,158	38,504	42,085
CFPS	41,455	41,235	50,731	86,791	88,317
EBITDAPS	54,009	44,560	47,599	80,628	82,154
BPS	253,611	279,632	290,140	322,070	354,171
DPS	6,500	8,000	4,669	9,900	10,820
배당수익률(%)	5.6	5.4	3.1	6.5	7.1
Valuation(Multiple)					
PER	4.1	4.3	8.4	3.9	3.6
PCR	2.8	3.6	3.0	1.8	1.7
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA(십억원)	498.5	411.3	439.4	744.2	758.3
EV/EBITDA	6.2	7.9	9.1	5.3	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.5	12.9	6.4	12.6	12.4
EBITDA 이익률	6.2	5.9	5.3	8.2	8.2
부채비율	149.1	135.0	147.8	132.0	120.1
금융비용부담률	0.7	1.1	1.0	1.0	1.0
이자보상배율(x)	6.8	3.9	3.7	5.9	6.0
매출채권회전율(x)	9.2	8.7	9.9	8.8	8.3
재고자산회전율(x)	17.4	15.4	16.3	16.5	16.7

Compliance Notice

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 가스 (018670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

