2024. 11. 26

▲ **유틸리티/건설**
Analyst **문경원**, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

SK가스 018670

눈 앞에 와있는 분기점

- ✓ 10년 간 준비한 울산GPS(LNG/LPG 발전소) 상업 운전이 다음 달
- ✓ 원자재, 제도적 불확실성에도 불구하고 울산GPS 2,000억원 이상 세전이익 기대
- ✓ SK어드밴스드 적자 지속은 아쉬운 점. 중장기적으로 ESS, 연료전지 통해 만회
- ✓ 천연가스 가격 급등 시 Optionality(재판매) 통해 추가 이익을 볼 수 있는 구조
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 250,000원으로 +14% 상향

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**250,000 원**
현재주가 (11.25)	**199,900 원**
상승여력	**25.1%**
KOSPI	2,534.34pt
시가총액	18,451억원
발행주식수	923만주
유동주식비율	24.19%
외국인비중	6.93%
52주 최고/최저가	210,000원/145,600원
평균거래대금	14.5억원
주요주주(%)	
SK디스커버리 외 2 인	72.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	16.7	28.2
상대주가	7.5	23.8	26.3

주가그래프

울산GPS 상업 운전, 어느새 다음 달

10년 간 준비한 울산GPS(LNG/LPG 발전소) 상업 운전이 다음 달로 다가왔다. 시운전이 차질 없이 진행되고 있으며 3Q24 흑자전환에도 성공했다. 상업운전을 앞두고 SMP 하락과 동시에 현물 LNG 가격이 상승하면서 스프레드가 악화되고 있는 점은 아쉽다. 하지만 예상보다 높은 이용률 등이 악재를 일부 상쇄한다. 울산GPS에서 2,000억원 이상의 세전이익을 여전히 기대할 수 있다. 2025년 중으로 시행이 예상되는 지역별한계가격제(LMP)는 변수이지만, 정확한 시행 시기와 방식은 여전히 불확실하다. 시행되더라도 효과는 5~10원/kWh 수준에서 그칠 전망이다.

아쉬운 지분법 손익, 발전 사업 확대 통해 중장기적으로 개선

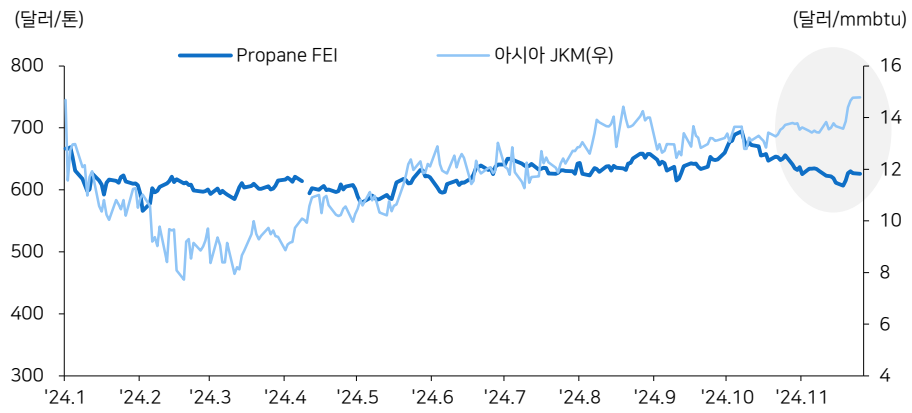
SK어드밴스드의 적자가 예상보다 길어지고 있다. 중국, 중동의 프로필렌 생산 설비 증설과 중국 경기 부진 지속이 겹친 결과다. 2025년부터는 발전 사업의 확장이 SK어드밴스드에서의 지분법 손실을 상쇄해줄 것으로 기대한다. Gridflex를 통한 미국 ESS 사업(200MW)은 2025년 초 가동, 롯데SK에너루트를 통한 연료전지 발전사업은 1H25(20MW), 1H26(58MW) 각각 가동할 전망이다.

우리나라에 천연가스 가격 상승 수혜주가 있다면

우리나라에 흔치 않은 가스 가격 상승 수혜주다. 발전 이익에는 좋지 않을수있지만, LPG/LNG Duel Fuel 발전을 활용한 Optionality 이익까지 감안한다면 LNG 가격 상승이 호재가 된다. 상업운전 직후인 1Q25에는 Optionality가 어려울 수 있지만, 정비 기간에 잉여 카고를 재판매하는 등의 LNG 판매 수익은 가능하다. 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 250,000원으로 +14% 상향한다.

(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	6,699.0	215.0	155.7	16,869	-50.9	290,117	11.8	0.7	11.5	5.9	146.0
2025E	8,004.9	490.3	331.6	35,929	112.9	319,646	5.6	0.6	6.3	11.8	136.0
2026E	8,341.0	525.3	404.0	43,773	21.8	353,563	4.6	0.6	5.6	13.0	123.5

그림1 LPG – LNG 가격 스프레드, 이론적으로 Optionality 수익 가능한 구간에 도달



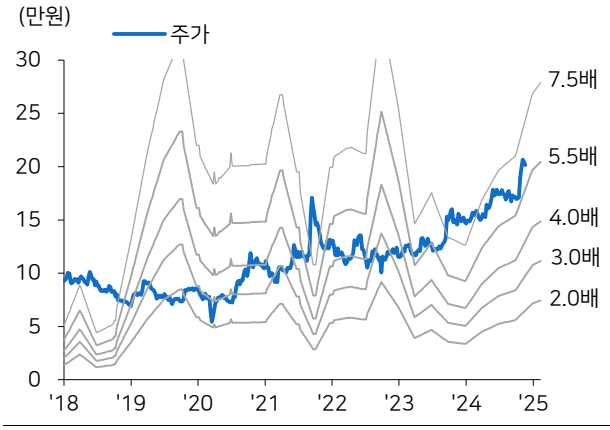
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 SK가스 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	6,668.1	7,689.5	6,699.0	8,004.9	0.5%	4.1%
영업이익	323.1	541.0	215.0	490.2	-33.5%	-9.4%
영업이익률	4.8%	7.0%	3.2%	6.1%	-1.6%p	-0.9%p
당기순이익	137.3	349.5	155.2	330.5	13.1%	-5.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK가스 12개월 선행 PER



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK가스 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순이익 (십억원)	331.6	2025년 예상 순이익 사용
적정 배수 (배)	6.9	2018년 이후 아웃라이어를 제외한 평균 PER 5.6배와 민간발전사 평균 8.2배를 다시 평균
적정 시가총액 (십억원)	2,288.3	
발행 주식수 (천주)	9,230	
적정 주가 (원)	**250,000**	
현재 주가 (원)	199,900	
상승 여력 (%)	25.1	

주: 민간발전사에는 SK, GS, 포스코인터내셔널, SGC에너지, 대명에너지 포함
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 SK가스 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주요 지표													
LPG판매량(천톤)	2,103.0	1,771.0	2,068.0	1,611.0	1,866.0	1,851.0	1,890.0	1,631.1	7,323.0	7,553.0	7,238.1	7,315.5	7,417.8
LPG가격(달러/톤)	652.5	515.3	655.4	688.1	607.6	621.0	650.0	635.0	734.0	627.8	628.4	622.2	635.0
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	129.7	130.7	126.1	139.1	122.5	196.8	166.4	129.6	125.3	134.0
실적													
매출액	**2,149.8**	**1,494.1**	**1,720.1**	**1,628.2**	**1,725.9**	**1,651.4**	**1,733.8**	**1,587.9**	**8,066.2**	**6,992.3**	**6,699.0**	**8,004.9**	**8,340.9**
매출 성장률(% YoY)	-9.2	-21.6	-6.6	-16.6	-19.7	10.5	0.8	-2.5	24.2	-13.3	-4.2	19.5	4.2
LPG 판매, 저장	2,149.8	1,494.1	1,720.1	1,628.2	1,725.9	1,644.7	1,724.8	1,587.9	8,066.2	6,992.3	6,683.2	6,747.7	6,990.6
LNG 발전	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.8	46.9	0.0	0.0	0.0	53.7	1,257.2	1,350.3
매출원가	1,864.2	1,364.8	1,598.3	1,548.8	1,577.6	1,526.0	1,611.6	1,426.1	7,388.1	6,376.1	6,141.3	7,170.6	7,455.2
매출원가율(%)	86.7	91.4	92.9	95.1	91.4	92.4	93.0	89.8	91.6	91.2	91.7	89.6	89.4
매출총이익	**285.7**	**129.2**	**121.9**	**79.4**	**148.3**	**125.5**	**122.2**	**161.8**	**678.1**	**616.1**	**557.7**	**834.3**	**885.8**
판관비	77.9	62.4	64.2	108.0	73.6	78.5	79.2	111.3	287.6	312.6	342.7	344.0	360.5
영업이익	**207.8**	**66.8**	**57.7**	**-28.6**	**74.6**	**46.9**	**43.0**	**50.4**	**390.5**	**303.6**	**215.0**	**490.2**	**525.2**
LPG 판매, 저장	207.8	66.8	57.7	-28.6	74.6	46.9	43.0	50.4	390.5	303.6	215.0	238.8	255.2
LNG 발전	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	251.4	270.1
영업이익률(%)	9.7	4.5	3.4	-1.8	4.3	2.8	2.5	3.2	4.8	4.3	3.2	6.1	6.3
영업이익 성장률(% YoY)	96.5	17.2	-12.5	적전	-64.1	-29.7	-25.4	흑전	270.2	-22.2	-29.2	128.0	7.1
금융손익	27.2	-58.2	125.7	86.2	-18.6	28.5	50.3	-0.4	-42.1	180.9	59.8	45.6	58.1
기타손익	-21.8	3.2	5.1	18.4	9.2	15.1	0.4	2.0	5.2	5.0	26.8	8.0	8.0
종속, 관계기업 손익	-10.6	0.2	-20.3	-20.7	-30.3	-32.0	-5.1	-20.0	-48.8	-51.5	-87.4	-88.0	-36.0
세전이익	**202.6**	**12.1**	**168.1**	**55.2**	**35.0**	**58.6**	**88.6**	**32.0**	**304.7**	**438.0**	**214.2**	**455.9**	**555.4**
법인세	46.8	9.6	42.7	22.7	14.7	20.2	15.3	8.8	47.7	121.7	58.9	125.4	152.7
법인세율(%)	23.1	79.2	25.4	41.1	41.9	34.4	17.3	27.5	15.6	27.8	27.5	27.5	27.5
당기순이익	**155.8**	**2.5**	**125.4**	**32.5**	**20.3**	**38.5**	**73.3**	**23.2**	**257.1**	**316.3**	**155.2**	**330.5**	**402.7**
당기순이익률(%)	7.2	0.2	7.3	2.0	1.2	2.3	4.2	1.5	3.2	4.5	2.3	4.1	4.8
순이익 성장률(% YoY)	9.1	-78.8	흑전	-76.8	-87.0	1,434.4	-41.6	-28.7	3.1	23.0	-50.9	112.9	21.8
지배순이익	155.8	2.5	125.4	32.5	20.3	38.6	73.5	23.3	257.1	316.3	155.7	331.6	404.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 가스 (018670)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**8,066.2**	**6,992.3**	**6,699.0**	**8,004.9**	**8,341.0**
매출액증가율(%)	24.2	-13.3	-4.2	19.5	4.2
매출원가	7,388.1	6,376.1	6,141.3	7,170.7	7,455.2
매출총이익	678.1	616.2	557.7	834.3	885.8
판매관리비	287.7	312.6	342.7	344.0	360.5
영업이익	**390.5**	**303.6**	**215.0**	**490.3**	**525.3**
영업이익률(%)	4.8	4.3	3.2	6.1	6.3
금융손익	-42.1	180.9	59.8	45.6	58.2
종속/관계기업손익	-48.8	-51.5	-87.4	-88.0	-36.0
기타영업외손익	5.2	5.0	26.8	8.0	8.0
세전계속사업이익	304.7	438.0	214.2	455.9	555.4
법인세비용	47.7	121.7	58.9	125.4	152.7
당기순이익	**257.1**	**316.3**	**155.3**	**330.5**	**402.7**
지배주주지분 순이익	257.1	316.3	155.7	331.6	404.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**140.1**	**617.2**	**195.9**	**413.6**	**696.8**
당기순이익(손실)	257.1	316.3	155.3	330.5	402.7
유형자산상각비	98.8	98.7	161.1	222.4	226.6
무형자산상각비	9.3	9.0	7.6	7.1	6.7
운전자본의 증감	-157.5	337.2	-121.3	-301.7	-42.1
투자활동 현금흐름	**-56.7**	**-520.2**	**-495.2**	**-466.4**	**-352.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-508.8	-570.7	-566.6	-264.0	-269.3
투자자산의감소(증가)	6.3	27.1	-15.2	-113.9	-41.4
재무활동 현금흐름	**146.3**	**-8.8**	**111.4**	**-101.0**	**-134.9**
차입금의 증감	435.4	-35.4	444.5	-4.7	-6.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	242.1	89.0	-184.3	-153.8	209.1
기초현금	162.7	404.8	493.8	309.4	155.7
기말현금	404.8	493.8	309.4	155.7	364.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,581.3	2,485.1	2,336.7	2,647.5	2,932.7
현금및현금성자산	404.8	493.8	309.4	155.7	364.8
매출채권	903.7	705.1	831.9	1,106.5	1,143.0
재고자산	461.7	447.7	436.6	518.9	536.1
비유동자산	3,250.4	3,596.7	4,274.1	4,334.5	4,376.0
유형자산	1,620.8	2,102.4	2,626.4	2,668.0	2,710.7
무형자산	115.7	112.8	110.9	103.8	97.1
투자자산	1,023.4	944.8	940.0	965.9	971.3
자산총계	**5,831.8**	**6,081.8**	**6,610.8**	**6,982.0**	**7,308.6**
유동부채	1,742.5	1,460.9	1,854.7	1,934.7	1,944.4
매입채무	141.7	184.7	180.1	214.1	221.2
단기차입금	899.7	717.3	784.4	769.4	759.4
유동성장기부채	213.4	227.6	567.1	567.1	567.1
비유동부채	1,748.4	2,032.6	2,069.2	2,089.1	2,094.2
사채	1,216.7	1,267.2	908.1	908.1	909.1
장기차입금	46.6	333.4	648.8	648.8	648.8
부채총계	**3,490.9**	**3,493.5**	**3,924.0**	**4,023.8**	**4,038.7**
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	19.4	19.4	19.4
이익잉여금	2,110.2	2,353.1	2,436.9	2,709.5	3,022.6
비지배주주지분	0.0	7.2	9.0	7.8	6.5
자본총계	**2,340.9**	**2,588.3**	**2,686.8**	**2,958.3**	**3,270.0**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	873,885	757,538	725,768	867,247	903,654
EPS(지배주주)	27,852	34,267	16,869	35,929	43,773
CFPS	41,455	41,235	41,137	89,633	94,904
EBITDAPS	54,009	44,560	41,566	77,985	82,175
BPS	253,611	279,632	290,117	319,646	353,563
DPS	6,500	8,000	4,324	9,206	11,216
배당수익률(%)	5.6	5.4	2.2	4.6	5.6
Valuation(Multiple)					
PER	4.1	4.3	11.8	5.6	4.6
PCR	2.8	3.6	4.9	2.2	2.1
PSR	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	498.5	411.3	383.7	719.8	758.5
EV/EBITDA	6.2	7.9	11.5	6.3	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.5	12.9	5.9	11.8	13.0
EBITDA 이익률	6.2	5.9	5.7	9.0	9.1
부채비율	149.1	135.0	146.0	136.0	123.5
금융비용부담률	0.7	1.1	1.0	0.8	0.8
이자보상배율(x)	6.8	3.9	3.2	7.3	7.8
매출채권회전율(x)	9.2	8.7	8.7	8.3	7.4
재고자산회전율(x)	17.4	15.4	15.2	16.8	15.8

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 (2023 년 8 월 4 일부터 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)	

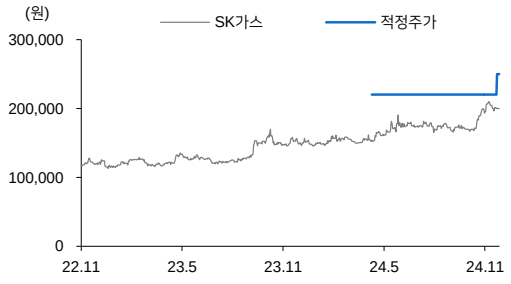
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 가스 (018670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.04.17	기업분석	Buy	220,000	문경원	-19.9	-4.5
2024.11.26	기업브리프	Buy	250,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이