



SK가스 (018670)

일회성도 3년 연속이면 실력이다. 수소 사업도 구체화

Not Rated

현재 주가(8/6): 115,000원
 Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

동사는 글로벌 LPG 유통 M/S 10% 이상을 확보중인 Top Tier 회사다. 중동/북미 등에서 LPG를 매입 => 한/중/동남아 등에 유통하며, LPG를 활용한 프로필렌/PP 및 발전업으로 진출하고 있다. 최근에는 롯데그룹과 합작법인을 세워 수소 생태계 조성 노력 중이다.

2Q21 세전/순이익 1,442억/1,129억원

- 2Q 영업이익은 446억원으로 컨센(183억원)을 +144% 상회했다. LPG유통 업계는, 파생손실/이익을 반영한 세전이익을 경영 성과 지표로 사용하는데, 2Q 지분법이익 +334억원 및 파생이익 +674억원 발생하며 세전이익은 1,442억원 기록했다. 파생이익 일부는 하반기에 반납해야하지만, 언제든지 추가 파생이익이 발생할 수도 있다.
- 영업이익 Level도 2017~18년 1000억원 => 2019~21년 1900억원으로 상승했는데, 이는 VLGC 운임이 고정된 초장기 선박 계약을 일부 확보했기 때문인 것으로 추측된다. Spot 운임 가격(2018년 약 40\$/톤 => 2019~20년 약 100\$/톤)이 상승할수록, 경쟁사 대비 저렴한 가격에 운반이 가능해지기 때문이다.

일회성도 3년 연속이면 실력이다

- 코로나19로 인한 Shale 생산량 감소에 LPG 유통사들은 1) LPG 가격 급등 및 2) 주요 수입처를 변경 해야 하는 어려운 영업환경을 경험했다. 그럼에도 불구하고, 적절한 파생상품 운영을 통해 리스크를 분산, 실적 달성한 것으로 분석된다.
- 최근 7개 분기(4Q19~2Q21) 합산 순이익은 5,702억원으로, 늘어난 지분법/파생이익을 기본체력에 일부 포함시킬 필요가 있다. 초장기 선박 계약을 통해 영업이익 체력이 상승한 점도 긍정적이다. 시가총액 1.06조원임을 감안, 저평가다.
- 높아진 이익체력을 바탕으로, 동사의 주당 배당금은 2,000원('16년) => 4,000원('20년)으로 매년 확대됐으며, 2021년 6월부터 코스피 고배당50 지수에 편입되었다. (2020년 6월 편입 종목들은 1년간 지수 23%p Out-Perform)

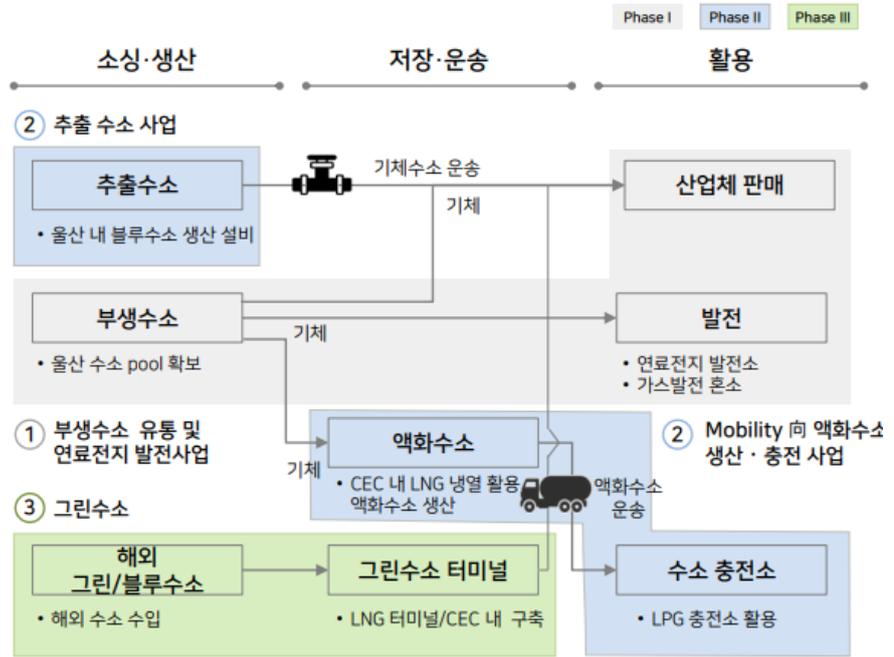
수소 사업도 구체화

- 수소: 롯데케미칼과 '21년 내 수소 JV를 설립할 계획이다. 약 100개의 수소충전소를 건설하고, 부생수소를 활용한 연료전지 발전사업을 추진할 계획인데, 선제적으로 대규모 선점할 경우, 규모의 경제 발생해 유리하다.
- SK가스는 1) 기존 LPG 충전소에 수소충전을 추가할 수 있으며, 2) 광주 연료전지발전소 사업 진행중으로 경험 있다. 3) 수소 생산원인 LNG 탱크 및 유통을 준비하고 있고, 4) 이미 PDH에서 수소 생산중으로 초기 시장 진입 유리하며, 5) 2024년 목표로 건설중인 발전소도 LNG/LPG/수소 혼소 발전이다. 수소 투입으로 기존 발전소 대비 +@의 이익 창출이 가능해지며, Captive 판매처를 확보할 수 있기에 기존 사업과 수소의 시너지가 기대된다.

[그림1] SK가스 수소 사업모델

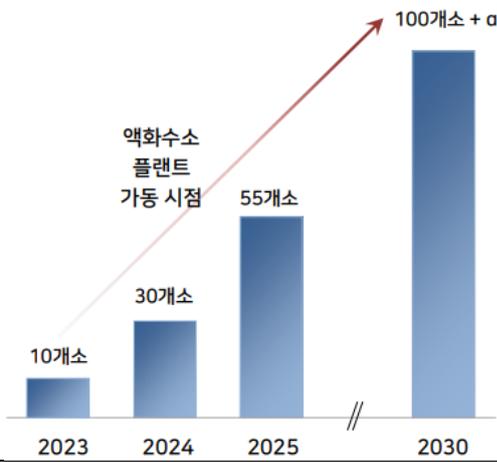
수소 사업 진출에 유리함

- 1) LPG/LNG 냉열사용,
- 2) 부생수소 공급
- 3) LPG 충전소 489개 확보
- 4) 발전소 확보 등



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연도별 수소 충전소 구축 계획



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 울산 LNG 탱크 건설 중(4Q20 실적발표 자료)

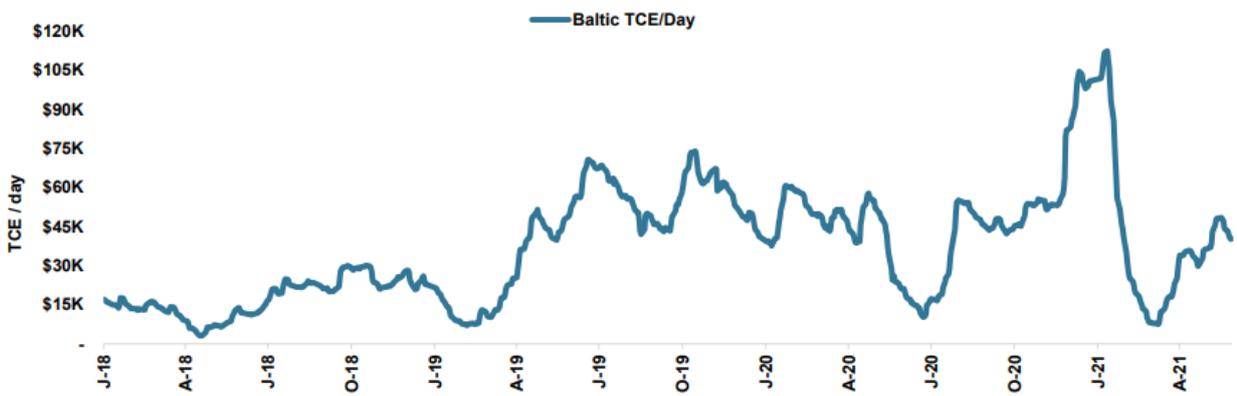


자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] VLGC 운임 추이 (4Q19부터 상승 한 것을 볼 수 있음).

현재 텍사스 => 일본 운임은 90\$/톤 수준으로 상승

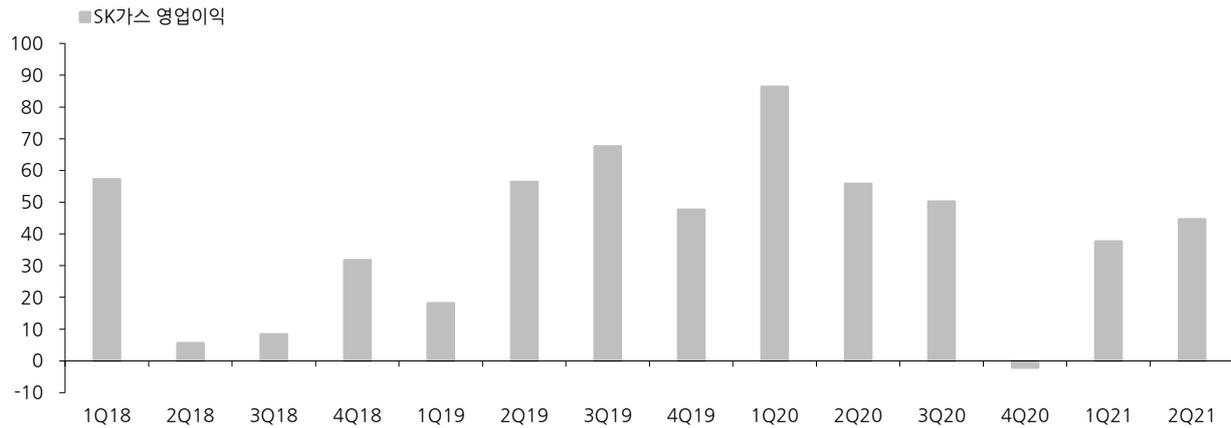
Baltic VLGC Daily Spot Rates



자료: 한화투자증권 리서치센터

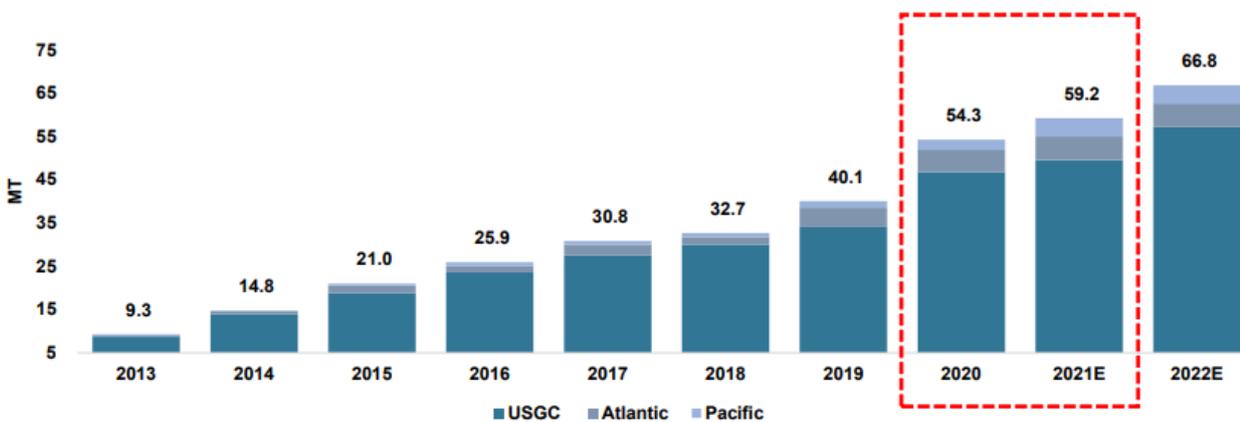
[그림5] SK 가스 영업이익 (VLGC 운임과 동행)

(십억원)



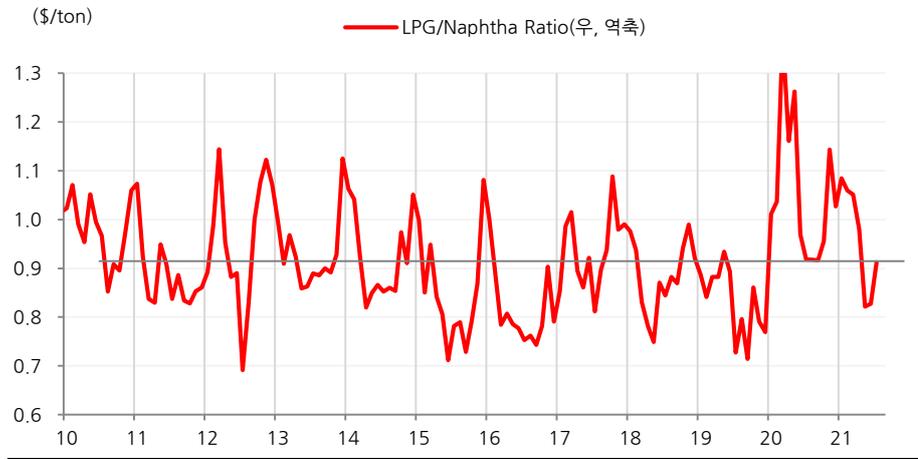
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 북미 LPG 수출터미널, 대폭 늘어나 긍정적. 다만, 1) Shale 가스 생산 재개와 2) 수요 회복이 필요함



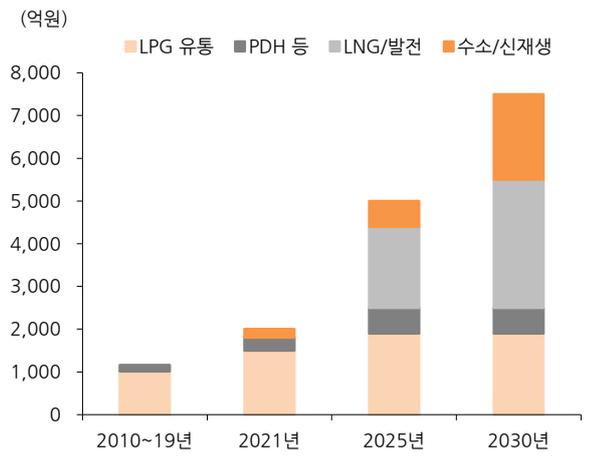
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] LPG 시황, 2020년 대비 안정화. LPG 추가 하락 필요



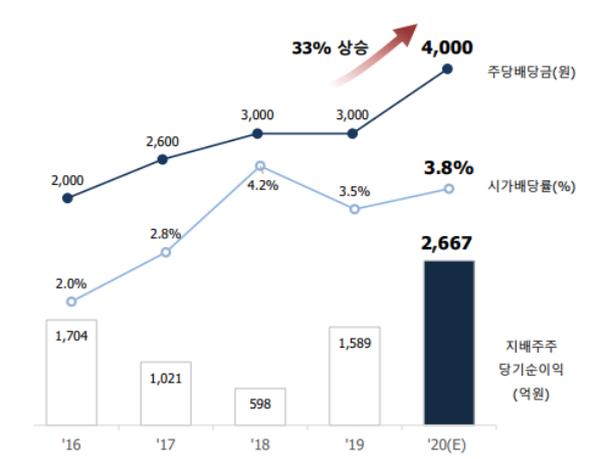
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] SK가스 세전이익 가이드선 (2021년 목표 이미 초과)



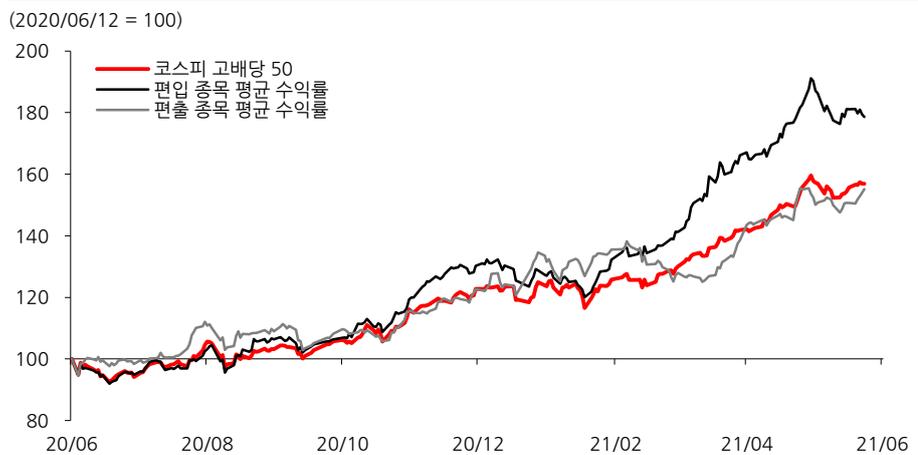
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] SK가스 배당 history (주식배당 제외)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 2020년 6월 정기변경 편출입 종목 평균 수익률 추이(21.06 SK 가스 편입)



2021년 코스피 고배당 50 지수에 포함됨

*기준:

- 1) 최근 3개년 연속 배당 실시,
- 2) 평균 배당성향: 90% 미만

주: 2020년 코스피 고배당 50 편입/편출 종목 기준

주: 작년 11월 27일부터 코로나19의 피흡수합병에 따른 지수 구성종목 변경 공시로 메리츠금융지주로 대체 후 산출

자료: 한국거래소, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

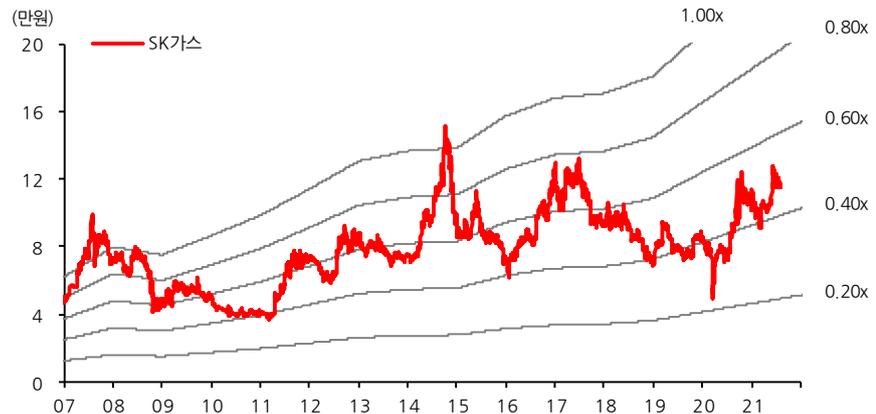
SK가스 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	1,235.3	1,031.2	956.6	1,189.2	1,444.2	1,406.2	1,445.2	1,398.3	4,931.1	4,412.3	5,693.9
QoQ(%)	-5.2%	-16.5%	-7.2%	24.3%	21.4%	-2.6%	2.8%	-3.2%			
YoY(%)	-3.0%	-20.1%	-10.1%	-8.7%	16.9%	36.4%	51.1%	17.6%	-28.1%	-10.5%	29.0%
영업이익	86.3	55.7	50.2	-2.1	37.6	44.6	37.8	34.3	189.6	190.2	154.4
*파생손실(추정)	0.0	-20.0	0.0	-2.2	-5.8	0.0	-22.0	-22.0	-144.1	-22.2	-49.8
파생손환입(추정)	78.0	63.6	27.0	61.9	37.0	67.4	0.0	0.0	27.6	230.5	104.4
세전이익*	135.9	116.1	92.7	63.1	77.2	144.2	24.8	22.4	90.5	407.8	268.6
세전이익률(%)	11.0%	11.3%	9.7%	5.3%	5.3%	10.3%	1.7%	1.6%	1.8%	9.2%	4.7%
QoQ(%)	112.1%	-14.6%	-20.2%	-31.9%	22.3%	86.8%	-82.8%	-9.6%			
YoY(%)	흑전	5546.2%	260.1%	-1.5%	-43.2%	24.2%	-73.3%	-64.5%	284.8%	350.5%	-34.1%
지분법손익	3.4	13.9	18.9	10.8	12.4	33.4	9.0	10.1	119.1	47.0	64.8
1) 발전사업	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	-0.9	-1.1	2.0	3.0	69.1	-4.2	3.0
2) SK어드밴스드	-7.0	3.3	10.0	10.1	7.8	10.9	5.0	5.0	34.8	16.4	28.7
3) 기타(디앤디 등)	11.8	11.4	9.6	2.0	5.5	23.6	2.0	2.1	15.2	34.8	33.1
당기순이익	96.5	90.5	71.6	6.8	56.3	112.9	21.1	19.0	154.1	265.4	209.3
지배주주순이익	96.5	90.5	71.6	6.8	56.3	112.9	21.1	19.0	158.9	265.4	209.3
순이익률(%)	7.8%	8.8%	7.5%	0.6%	3.9%	8.0%	1.5%	1.4%	3.2%	6.0%	3.7%
QoQ(%)	-28.9%	-6.2%	-20.9%	-90.6%	733.4%	100.6%	-81.3%	-9.6%			
YoY(%)	흑전	2728.7%	185.6%	-95.0%	-41.7%	24.8%	-70.6%	181.8%	165.8%	67.0%	-21.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

SK가스 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 8월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%