

2023. 11. 6



Company Analysis | 유틸리티

Analyst 성종화

02. 3779 8807_jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	194,000 원
현재주가	150,300 원
상승여력	29.1 %

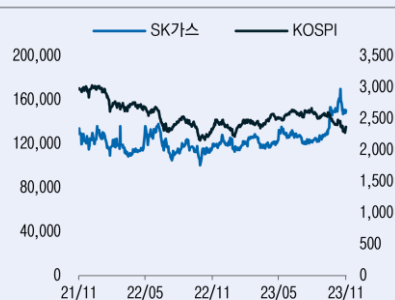
컨센서스 대비 (3Q23P 세전이익 기준)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(11/3)	2,368.34 pt
시가총액	13,873 억원
발행주식수	9,230 천주
52 주 최고가/최저가	169,900 / 113,000 원
90 일 평균거래대금	23.83 억원
외국인 지분율	6.8%
배당수익률(23.12E)	5.3%
BPS(23.12E)	278,048 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 4.2%
	6 개월 22.9%
	12 개월 26.8%
주주구성	SK 디스커버리 외 2 인 72.3%
	국민연금공단 6.0%
	자사주 2.8%

Stock Price



SK가스 (018670)

수송용 시장 변화 + 막강한 LNG 잠재력

3Q23 영업이익 예상치 부합. 세전이익도 사실상 예상치 부합

3Q23 연결실적은 매출 17,201억원(yoy -6.6%, qoq +15.1%), 영업이익 577억원(yoy, -12.5%, qoq -13.7%), 세전이익 1,681억원(yoy 흑전, qoq 1,293.5%)으로서 당사 및 시장 컨센서스 전망치 대비 영업이익은 부합했으나 세전이익은 대폭 초과했다. 다만, 세전이익 대폭 초과는 1,379억원의 일시적 파생상품손익 선반영에 따른 것이며 이를 제외하면 세전이익도 당사 전망치에 실질적으로는 부합했다.

특정가격으로 선물 매수한 물량에 대해 미래 가격 변화에 대한 리스크 헷지를 목적으로 5% 정도의 안정 마진을 가산한 가격으로 선물 매도를 체결해 두었는데(물리적인 가격 조건이 아니라 유가와외의 상대가격 조건으로 계약) 유가 대비 LPG 상대가격이 전분기 대비 상승함에 따라 분기 실적 정산 시 선물 매수 물량에 대해 포지션 유지한 물량은 파생상품평가이익, 포지션 청산한 물량은 파생상품거래이익을 인식한 것이며 포지션 유지한 물량에 대해선 선물매도 계약에 따라 추후 정해진 가격에 포지션을 청산해야 하므로 이때는 가격차이 만큼 파생상품거래손실이 발생하게 된다. 추후 선물매도 일정에 따라 파생상품거래손실로 반영되는 금액은 950억원 정도이며 이중 600억원은 올해 안, 나머지 350억원 정도는 내년에 반영될 예정이다. 이는 현재 가격 기준이며 향후 LPG CP 변화에 따라 평가손익 및 거래손익의 분기별 배분비율은 달라질 수 있다. 본연구원은 일단 4Q23 600억원, 1Q24 350억원의 파생상품거래손실을 반영하는 것으로 추정한다. 결국 LPG 가격 변화와 관계없이 궁극적으로 5% 정도의 안정 마진만 확보한다는 의미이다.

1톤 트럭 시장 환경 변화에 따른 수송용 시장 변화 주목

수송용 시장은 장기침체였으나 23년 12월부터 포터/봉고의 경유모델 생산 중단, 24년 1월부터 택배/통학차량 용도 경유차 신규 등록 금지 등 1톤 트럭 시장 환경 변화로 강한 반동의 계기를 마련했다. 1톤 트럭 판매는 22년 기준 경유차 12만대, 전기차 3만대, LPG차 1만대였으나 24년은 경유차는 사라지고 LPG차가 대폭 증가할 전망이다.

LNG-LPG 복합 발전 및 LNG-LPG Optionality, 성장의 핵심

24년 9월 LNG-LPG 복합발전소 울산GPS가 상업가동 예정이다. 평상 시에는 LNG 가격이 LPG 가격보다 다소 낮으나 LPG는 수송용, 난방용이 주 용도로 수급 변화에도 가격변동이 크지 않은 반면 LNG는 전력용 비중이 커 수급 변화에 따라 LPG보다 상당수준 높은 가격으로 가격이 크게 상승하는 경우가 간헐적으로 발생한다.(21-22년 폭등은 이례적 경우이며 이 정도는 아니어도 늘 가격 역전 현상 반복) 울산GPS는 LNG 가격이 LPG 이상으로 상승 시 발전소 사업 자체에서도 SMP 상승에 따른 매출 상승에 비해 영업비용은 가격이 싼 LPG 전면 대체를 통해 방어할 수 있어 영업이익이 증가하는 효과가 있고, 발전용으로 구매하여 탱크에 저장하고 있는 LNG를 시장에 팔아 수익을 극대화 수도 있다. 사측에서는 2025년 LNG 사업 세전이익 목표를 2,100억원으로서 LPG 사업 세전이익 목표 2,500억원에 버금가는 수준으로 책정하고 있다.

Financial Data

(억원, 원, %, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	64,945	80,662	76,731	98,719	109,857
영업이익	1,055	3,905	4,140	3,576	4,588
순이익(지배주주)	2,493	2,571	2,864	2,184	3,426
EPS(지배주주)	27,005	27,852	31,033	23,665	37,115
증감률	-6.1	3.1	11.4	-23.7	56.8
PER(지배주주)	4.7	4.1	4.8	6.4	4.0
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
영업이익률	1.6	4.8	5.4	3.6	4.2
EBITDA Margin	3.3	6.2	7.0	5.2	5.7
ROE(지배주주)	12.4	11.5	11.7	8.3	12.1

주: IFRS 연결 기준

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q23 실적 Review

표1 SK 가스 3Q23 실적 Review

(억원, %)	3Q22	2Q23	3Q23E	3Q23P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	18,415	14,941	13,427	17,201	-6.6	15.1	28.1
가스사업부	18,415	14,941	13,427	17,201	-6.6	15.1	28.1
LPG판매	18,288	14,815	13,292	17,067	-6.7	15.2	28.4
수탁저장수입	127	125	134	134	5.8	7.0	0.0
영업비용	17,756	14,273	12,869	16,625	-6.4	16.5	29.2
LPG 상품비	16,912	13,395	12,061	15,643	-7.5	16.8	29.7
LPG 판매 매출액 대비(%)	92.5	90.4	90.7	91.7			
기타	844	878	808	982	16.3	11.8	21.5
영업이익	659	668	557	577	-12.5	-13.7	3.5
영업이익률(%)	3.6	4.5	4.2	3.4	0.2%P ↓	1.1%P ↓	0.8%P ↓
영업외손익	-1,134	-547	-148	1,105			
이자손익	-152	-194	-195	-195			
이자수익	13	27	29	29			
이자비용	165	221	224	224			
이자수익 대비(%)	1,260.1	821.6	774.7	774.7			
파생상품손익/회환손익 등	-948	-388	78	1,462			
파생상품이익/외환이익 등	2,568	660	2,610	3,994			
파생상품손실/외환손실 등	3,515	1,047	2,532	2,532			
파생상품이익/외환이익 등 대비(%)	136.9	158.8	97.0	63.4			
기타(기타영업손익, 지분법손익 등)	-34	34	-31	-163			
세전이익	-475	121	410	1,681	흑전	1,293.5	310.5
세전이익률(%)	-2.6	0.8	3.1	9.8	12.4%P ↑	9.0%P ↑	6.7%P ↑

주 1: K-IFRS 연결기준 주 2: 3Q23E는 당사 종전 전망치. 3Q23P는 회사측 발표 가결산 실적

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 SK 가스 3Q23 실적 전망치 비교(사측 발표치 vs 컨센서스 전망치)

(억원, %)	3Q23E(당사 종전)	3Q23E(컨센서스)	3Q23P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	13,427	13,951	17,201	28.1	23.3
영업이익	557	586	577	3.5	-1.6
영업이익률(%)	4.2	4.2	3.4	0.8%P ↓	0.8%P ↓
세전이익	410	677	1,681	310.5	148.3
세전이익률(%)	3.1	4.9	9.8	6.7%P ↑	4.9%P ↑

주: K-IFRS 연결기준

자료: 에프엔가이드, SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 LPG CP – 브렌트유 유가 스프레드 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망

표3 SK 가스 실적 전망 (분기)

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	21,498	14,941	17,201	23,091	31,150	22,590	19,867	25,112	33,449	24,837	22,831	28,738
가스사업부	21,498	14,941	17,201	23,091	31,150	22,590	19,547	24,460	32,176	22,990	20,772	26,460
LPG판매	21,375	14,815	17,067	22,954	31,019	22,457	19,406	24,317	32,038	22,852	20,625	26,311
수탁저장수입	124	125	134	136	131	132	141	143	138	138	147	149
기타	0	0	0	0	0	0	320	652	1,273	1,848	2,060	2,278
발전사업 등	0	0	0	0	0	0	320	652	1,273	1,848	2,060	2,278
영업비용	19,421	14,273	16,625	22,273	29,635	22,044	19,336	24,128	31,837	24,097	22,116	27,218
LPG 상품비	18,377	13,395	15,643	20,741	28,369	20,811	17,990	22,012	29,611	21,485	19,426	23,795
발전 연료비	0	0	0	0	0	0	249	488	911	1,310	1,489	1,647
기타	1,044	878	982	1,531	1,265	1,233	1,096	1,628	1,314	1,303	1,201	1,776
영업이익	2,078	668	577	818	1,515	545	531	985	1,613	740	715	1,520
영업이익률(%)	9.7	4.5	3.4	3.5	4.9	2.4	2.7	3.9	4.8	3.0	3.1	5.3
영업외손익	-52	-547	1,105	-784	-172	-325	-316	91	279	-273	-291	167
이자손익	-211	-194	-195	-188	-195	-191	-199	-193	-203	-201	-209	-203
이자수익	29	27	29	30	32	29	31	33	34	32	34	35
이자비용	240	221	224	218	227	221	231	226	238	233	243	238
이자수익 대비(%)	819.8	821.6	774.7	715.9	708.8	749.5	733.1	684.5	690.3	731.6	716.5	673.4
파생손익/외환손익 등	482	-388	1,462	-489	134	-135	-142	263	483	-160	-180	262
파생이익/외환이익 등	2,123	660	3,994	1,585	2,200	1,350	2,830	1,750	2,277	1,438	2,943	1,859
파생손실/외환손실 등	1,641	1,047	2,532	2,074	2,066	1,485	2,972	1,488	1,794	1,597	3,123	1,596
파생/외환이익 등 대비(%)	77.3	158.8	63.4	130.9	93.9	110.0	105.0	85.0	78.8	111.1	106.1	85.9
기타	-324	34	-163	-108	-111	1	25	21	-1	87	97	108
세전이익	2,026	121	1,681	33	1,343	220	215	1,076	1,892	467	424	1,687
세전이익률(%)	9.4	0.8	9.8	0.1	4.3	1.0	1.1	4.3	5.7	1.9	1.9	5.9
당기순이익	1,558	25	1,254	27	1,022	171	169	822	1,440	362	335	1,289
순이익률(%)	7.2	0.2	7.3	0.1	3.3	0.8	0.9	3.3	4.3	1.5	1.5	4.5
지배주주순이익	1,558	25	1,254	27	1,022	171	169	822	1,440	362	335	1,289
지배주주순이익률(%)	7.2	0.2	7.3	0.1	3.3	0.8	0.9	3.3	4.3	1.5	1.5	4.5
순이익 대비(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
qoq(%)												
매출액	10.2	-30.5	15.1	34.2	34.9	-27.5	-12.1	26.4	33.2	-25.7	-8.1	25.9
영업이익	28.4	-67.9	-13.7	41.9	85.3	-64.0	-2.6	85.5	63.8	-54.1	-3.3	112.4
세전이익	34.5	-94.0	1,293.5	-98.0	3,910.9	-83.6	-2.6	401.1	75.9	-75.3	-9.1	297.7
지배주주순이익	11.3	-98.4	4,905.3	-97.9	3,715.4	-83.3	-0.9	385.2	75.2	-74.8	-7.6	285.1
yoy(%)												
매출액	-9.2	-21.6	-19.6	-15.1	44.9	51.2	15.5	8.8	7.4	10.0	14.9	14.4
영업이익	96.5	17.2	-41.9	-50.4	-27.1	-18.4	-8.0	20.4	6.4	35.7	34.8	54.4
세전이익	9.6	-28.4	흑전	-59.2	-33.7	82.6	-87.2	3,111.0	40.8	112.0	97.7	56.9
지배주주순이익	9.1	-78.8	흑전	-43.9	-34.4	582.1	-86.5	2,966.5	40.8	112.0	97.7	56.9
중전 전망치 대비(%)												
매출액			28.1	24.2	25.7	27.4	27.8	24.7	25.3	25.7	26.1	23.5
영업이익			3.5	3.1	3.9	3.1	3.1	3.4	4.1	3.3	2.3	3.8
세전이익			310.5	-94.5	-21.2	-12.7	-7.2	-0.4	2.0	1.5	1.5	2.9
지배주주순이익			273.5	-94.7	-22.2	-13.8	-8.3	-1.7	0.6	0.2	0.2	1.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 SK 가스 가스사업 매출 전망 Detail (분기)

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
가스사업(억원) (1) + (2)	21,498	14,941	17,201	23,091	31,150	22,590	19,547	24,460	32,176	22,990	20,772	26,460
qoq	10.2	-30.5	15.1	34.2	34.9	-27.5	-13.5	25.1	31.5	-28.5	-9.6	27.4
yoy	-9.2	-21.6	-6.6	18.3	44.9	51.2	13.6	5.9	3.3	1.8	6.3	8.2
매출 대비	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	98.4	97.4	96.2	92.6	91.0	92.1
LPG 판매(억원) (1)	21,375	14,815	17,067	22,954	31,019	22,457	19,406	24,317	32,038	22,852	20,625	26,311
qoq	10.3	-30.7	15.2	34.5	35.1	-27.6	-13.6	25.3	31.8	-28.7	-9.7	27.6
yoy	-9.2	-21.8	-6.7	18.4	45.1	51.6	13.7	5.9	3.3	1.8	6.3	8.2
가스사업 매출 대비	99.4	99.2	99.2	99.4	99.6	99.4	99.3	99.4	99.6	99.4	99.3	99.4
총판매량(천톤)	2,103	1,771	2,068	2,084	2,470	2,126	2,254	2,253	2,660	2,313	2,444	2,424
qoq	19.7	-15.8	16.8	0.8	18.5	-13.9	6.0	0.0	18.1	-13.0	5.7	-0.8
yoy	-4.5	7.3	20.7	18.6	17.5	20.1	9.0	8.1	7.7	8.8	8.5	7.6
평균 판가(천원/톤)	1,016	837	825	1,101	1,256	1,056	861	1,079	1,204	988	844	1,086
qoq	-7.9	-17.7	-1.3	33.4	14.0	-15.9	-18.5	25.4	11.6	-18.0	-14.6	28.7
yoy	-4.9	-27.1	-22.7	-0.2	23.5	26.2	4.3	-2.0	-4.1	-6.5	-2.0	0.6
평균 상품단가 대비	116.3	110.6	109.1	110.7	109.3	107.9	107.9	110.5	108.2	106.4	106.2	110.6
국내(억원)	12,447	8,951	9,728	14,648	17,286	11,951	10,163	14,779	17,142	11,555	10,224	15,351
qoq	-7.0	-28.1	8.7	50.6	18.0	-30.9	-15.0	45.4	16.0	-32.6	-11.5	50.1
yoy	5.5	-6.5	-39.2	9.4	38.9	33.5	4.5	0.9	-0.8	-3.3	0.6	3.9
LPG판매 매출 대비	58.2	60.4	57.0	63.8	55.7	53.2	52.4	60.8	53.5	50.6	49.6	58.3
판매량(천톤)	1,148	845	909	1,127	1,186	878	929	1,151	1,209	899	949	1,172
qoq	5.3	-26.4	7.6	24.0	5.2	-25.9	5.8	23.9	5.0	-25.6	5.5	23.5
yoy	2.6	2.7	4.4	3.4	3.3	3.9	2.2	2.1	1.9	2.4	2.1	1.8
석화/산업체(천톤)	773	532	584	744	797	551	600	761	813	565	613	775
qoq	7.5	-31.2	9.8	27.4	7.1	-30.8	8.8	26.8	6.9	-30.5	8.5	26.4
yoy	7.7	4.5	4.8	3.5	3.1	3.6	2.7	2.2	2.0	2.5	2.2	1.9
국내 판매량 대비	67.3	63.0	64.2	66.0	67.2	62.8	64.6	66.1	67.2	62.8	64.6	66.1
대리점(천톤)	375	313	325	383	389	327	329	391	396	334	336	397
qoq	1.1	-16.5	3.8	17.8	1.6	-15.9	0.7	18.6	1.4	-15.6	0.6	18.3
yoy	-6.5	-0.3	3.5	3.2	3.7	4.5	1.3	2.0	1.8	2.1	2.0	1.7
국내 판매량 대비	32.7	37.0	35.8	34.0	32.8	37.2	35.4	33.9	32.8	37.2	35.4	33.9
평균 판가(천원/톤)	1,084	1,059	1,070	1,300	1,458	1,361	1,094	1,284	1,418	1,285	1,078	1,310
qoq	-11.7	-2.3	1.0	21.4	12.2	-6.6	-19.6	17.4	10.4	-9.4	-16.2	21.5
yoy	2.8	-8.9	-41.7	5.8	34.4	28.5	2.2	-1.2	-2.7	-5.5	-1.5	2.0
해외(억원)	8,928	5,864	7,339	8,306	13,733	10,506	9,242	9,538	14,896	11,297	10,400	10,960
qoq	48.9	-34.3	25.2	13.2	65.3	-23.5	-12.0	3.2	56.2	-24.2	-7.9	5.4
yoy	-24.0	-37.4	220.1	38.6	53.8	79.2	25.9	14.8	8.5	7.5	12.5	14.9
LPG판매 매출 대비	41.8	39.6	43.0	36.2	44.3	46.8	47.6	39.2	46.5	49.4	50.4	41.7
판매량(천톤)	955	926	1,159	957	1,284	1,248	1,325	1,102	1,451	1,414	1,496	1,252
qoq	43.2	-3.0	25.2	-17.4	34.2	-2.8	6.1	-16.8	31.8	-2.6	5.8	-16.3
yoy	-11.9	12.0	37.6	43.5	34.5	34.8	14.3	15.1	13.0	13.3	12.9	13.6
평균 판가(천원/톤)	935	633	633	868	1,069	842	698	866	1,026	799	695	876
qoq	4.0	-32.3	0.0	37.0	23.2	-21.3	-17.1	24.1	18.5	-22.2	-12.9	25.9
yoy	-13.8	-44.1	132.5	-3.4	14.4	32.9	10.2	-0.2	-4.0	-5.1	-0.3	1.2
수탁저장수입(억원) (2)	124	125	134	136	131	132	141	143	138	138	147	149
qoq	-4.1	1.1	7.0	1.7	-3.7	0.6	6.6	1.5	-3.5	0.2	6.3	1.3
yoy	6.3	3.8	5.8	5.6	6.0	5.5	5.1	4.9	5.1	4.7	4.3	4.2
가스사업 매출 대비	0.6	0.8	0.8	0.6	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4	0.6	0.7	0.6

주: K-IFRS 연결기준

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 SK 가스 실적 전망 (연간)

(억원, %)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	64,945	80,662	76,731	98,719	109,857
가스사업부	64,945	80,662	76,731	97,746	102,398
LPG판매	64,472	80,168	76,212	97,198	101,825
수탁저장수입	473	493	520	548	573
기타	0	0	0	972	7,459
발전사업 등	0	0	0	972	7,459
영업비용	63,891	76,757	72,591	95,143	105,268
LPG 상품비	60,332	72,818	68,157	89,183	94,317
발전 연료비	0	0	0	737	5,357
기타	3,559	3,939	4,434	5,223	5,594
영업이익	1,055	3,905	4,140	3,576	4,588
영업이익률(%)	1.6	4.8	5.4	3.6	4.2
영업외손익	2,241	-857	-279	-722	-118
이자손익	-364	-526	-787	-778	-816
이자수익	40	51	115	126	135
이자비용	404	577	902	904	951
이자수익 대비(%)	1,018.7	1,137.5	781.6	718.0	702.1
파생상품손익/외환손익 등	1,423	105	1,067	120	406
파생상품이익/외환이익 등	4,448	7,113	8,361	8,130	8,516
파생상품손실/외환손실 등	3,025	7,008	7,294	8,010	8,111
파생상품/외환이익 등 대비(%)	68.0	98.5	87.2	98.5	95.2
기타(기타영업외손익, 지분법손익 등)	1,183	-436	-560	-64	292
세전이익	3,296	3,047	3,861	2,854	4,470
세전이익률(%)	5.1	3.8	5.0	2.9	4.1
당기순이익	2,493	2,571	2,864	2,184	3,426
순이익률(%)	3.8	3.2	3.7	2.2	3.1
지배주주순이익	2,493	2,571	2,864	2,184	3,426
지배주주순이익률(%)	3.8	3.2	3.7	2.2	3.1
순이익 대비(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EPS(원)	27,005	27,852	31,033	23,665	37,115
지배주주 EPS(원)	27,005	27,852	31,033	23,665	37,115
yoy(%)					
매출액	47.2	24.2	-4.9	28.7	11.3
영업이익	-44.5	270.2	6.0	-13.6	28.3
세전이익	-19.2	-7.5	26.7	-26.1	56.6
지배주주순이익	-6.1	3.1	11.4	-23.7	56.8
지배주주 EPS	-6.1	3.1	11.4	-23.7	56.8
종전 전망치 대비(%)					
매출액			12.1	26.3	25.1
영업이익			1.1	3.5	3.6
세전이익			21.8	-12.7	2.2
지배주주순이익			17.9	-13.8	0.9
지배주주 EPS			17.9	-13.8	0.9

주: K-IFRS 연결기준

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 SK 가스 가스사업 매출 전망 Detail (연간)

(억원, %)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
가스사업(억원) (1) + (2)	64,945	80,662	76,731	97,746	102,398
yoy	47.2	24.2	-4.9	27.4	4.8
매출 대비 비중	100.0	100.0	100.0	99.0	93.2
LPG판매(억원) (1) = ① + ②	64,472	80,168	76,212	97,198	101,825
yoy	47.7	24.3	-4.9	27.5	4.8
가스사업 매출 대비 비중	99.3	99.4	99.3	99.4	99.4
총판매량(천톤)	8,050	7,323	8,026	9,103	9,841
yoy	-4.0	-9.0	9.6	13.4	8.1
평균 판매단가(천원/톤)	801	1,095	950	1,068	1,035
yoy	53.9	36.7	-13.3	12.4	-3.1
평균 상품단가 대비 비중	106.9	110.1	111.8	109.0	108.0
국내(억원) ①	38,435	50,756	45,775	54,179	54,272
yoy	47.2	32.1	-9.8	18.4	0.2
LPG판매 매출 대비 비중	59.6	63.3	60.1	55.7	53.3
판매량(천톤)	4,017	3,903	4,029	4,144	4,229
yoy	1.0	-2.8	3.2	2.9	2.0
석유화학/산업체(천톤)	2,611	2,503	2,633	2,708	2,766
yoy	1.7	-4.1	5.2	2.9	2.1
국내 판매량 대비 비중	65.0	64.1	65.4	65.4	65.4
대리점(천톤)	1,406	1,400	1,396	1,436	1,463
yoy	-0.4	-0.4	-0.3	2.9	1.9
국내 판매량 대비 비중	35.0	35.9	34.6	34.6	34.6
평균 판매단가(천원/톤)	957	1,300	1,136	1,307	1,283
yoy	45.8	35.9	-12.6	15.1	-1.8
평균 상품단가 대비 비중	127.7	130.8	133.8	133.4	133.9
해외(억원) ②	26,037	29,412	30,437	43,019	47,553
yoy	48.4	13.0	3.5	41.3	10.5
LPG판매 매출 대비 비중	40.4	36.7	39.9	44.3	46.7
판매량(천톤)	4,033	3,420	3,997	4,959	5,613
yoy	-8.5	-15.2	16.9	24.1	13.2
평균 판매단가(천원/톤)	646	860	761	867	847
yoy	62.3	33.2	-11.5	13.9	-2.3
평균 상품단가 대비 비중	86.1	86.5	89.7	88.5	88.4
수탁저장수입(억원) (2)	473	493	520	548	573
yoy	0.3	4.2	5.4	5.4	4.6
가스사업 매출 대비 비중	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결기준

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 SK 가스 발전사업 등 매출 전망 Detail (분기)

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
발전사업 등							320	652	1,273	1,848	2,060	2,278
qoq								103.9	95.2	45.1	11.5	10.6
yoy											543.7	249.1
판매량(GWh)							248	500	988	1,487	1,749	2,011
qoq								101.3	97.6	50.5	17.6	15.0
yoy											603.8	302.2
발전량 대비							91.7	92.3	93.2	92.5	92.2	92.8
발전량(GWh)							271	542	1,060	1,608	1,896	2,167
qoq								100.0	95.7	51.7	17.9	14.3
yoy											600.0	300.0
가동률							10.0	20.0	40.0	60.0	70.0	80.0
발전가능 용량(GW)							2,709	2,709	2,650	2,680	2,709	2,709
발전설비(GW)							1,227	1,227	1,227	1,227	1,227	1,227
일수							92	92	90	91	92	92
평균 판매단가(원/KWh)							129	130	129	124	118	113
qoq								1.3	-1.2	-3.6	-5.2	-3.8
yoy											-8.5	-13.2
평균 발전단가 대비							140.0	145.0	150.0	152.5	150.0	149.0
평균 발전단가(원/KWh)							92	90	86	81	79	76
qoq								-2.2	-4.5	-5.2	-3.6	-3.2
yoy											-14.6	-15.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 SK 가스 발전사업 등 매출 전망 Detail (연간)

(억원, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
발전사업 등		972	7,459	9,821	9,554	9,001
yoy			667.0	31.7	-2.7	-5.8
총판매량(GWh)		749	6,235	8,509	8,765	9,030
yoy			733.0	36.5	3.0	3.0
발전량 대비(%)		92.1	92.6	93.1	93.6	94.1
발전량(GWh)		813	6,732	9,136	9,365	9,599
yoy			728.3	35.7	2.5	2.5
평균 판매단가(KRW/KWh)		130	121	115	109	100
yoy			-6.6	-4.7	-5.6	-8.5
평균 발전단가 대비		142.5	150.4	149.6	140.7	128.0
평균 발전단가(KRW/KWh)		91	80	77	77	78
yoy			-11.5	-4.2	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표9 SK 가스 Valuation Table

PER 방식	값	EV/EBITDA 방식	값	PBR 방식	값
2025E 지배주주 EPS(원)	37,115	2025E EBITDA(억원)	6,233	2025E 지배주주 BPS(원)	322,245
적용 PER(배)	5.23	적용 EV/EBITDA(배)	5.81	적용 PBR(배)	0.60
목표주가(원)	194,000	목표 EV(억원)	36,190	목표주가(원)	194,000
주식수(주)	9,230,244	2025E 순부채	18,283	주식수(주)	9,230,244
목표시총(억원)	17,907	목표시총(억원)	17,907	목표시총(억원)	17,907

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 SK 가스 목표주가 변동

(억원, 원, 배, %)	2025E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(억원)
종전	36,788	5.3	194,000	17,907
신규	37,115	5.2	194,000	17,907
변경률(%)	0.9	-0.9	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

부록

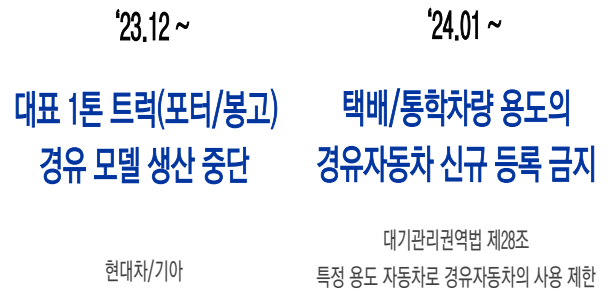
① 수송용 시장, 1톤 트럭 시장이 새로운 수요 창출하며 성장 강화 전망

그림2 1톤 트럭 시장 현황



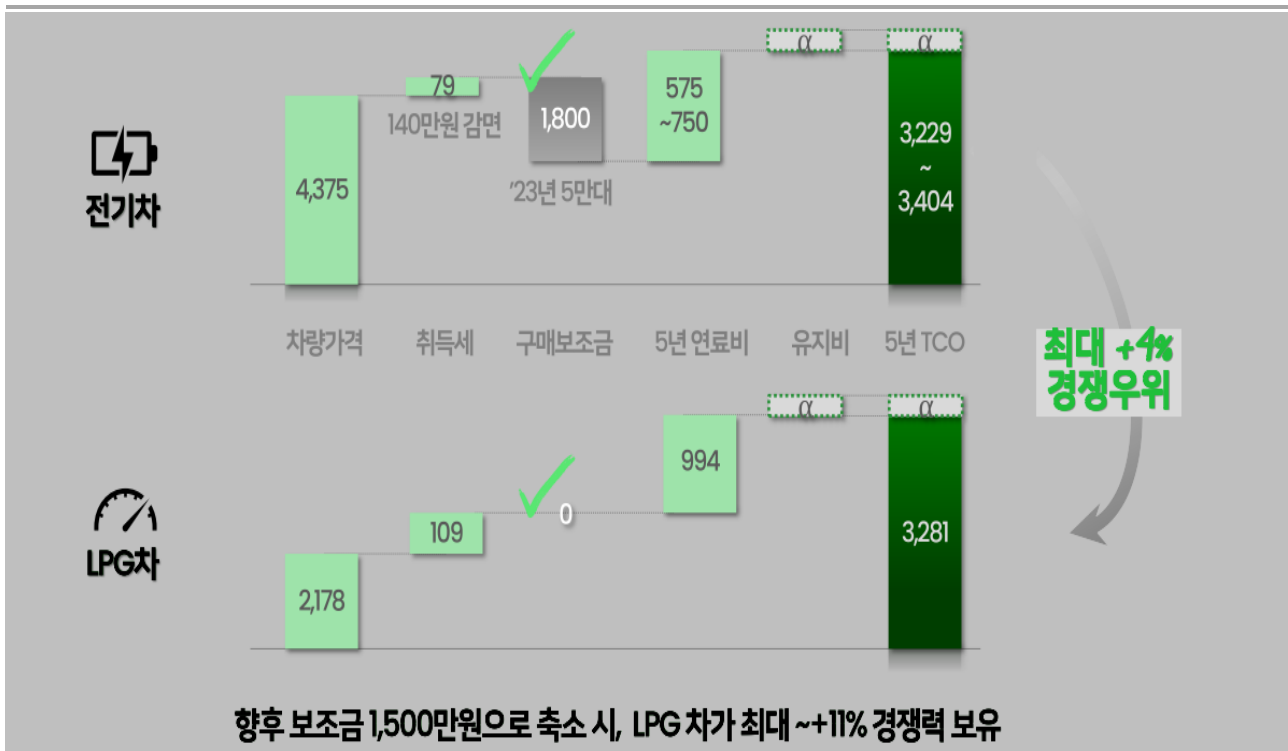
자료: 한국자동차모빌리티산업협회(KAMA)

그림3 1톤 트럭 시장의 변화



자료: 언론보도

그림4 전기차 vs LPG 차, 비영업용 기준 2023년부터 향후 5년 소유 시 총비용 비교



자료: SK가스 자체 분석 _ ① 주행거리: 1.4만Km/연. ② 연료비: LPG 895원/L(23.9월 전국 평균), 전기 255~332원/kWh(완속~급속, 주요 6개 업자 평균)

그림5 전기 충전소 인프라 문제 관련 언론보도들 _ 전기차 시장 및 전기 충전소 보편화될 때까지는 관련 문제 지속

설부른 전기트럭 정책, '충전난민' 양산

전기 화물차 5만대 추가 보급 예정
주행거리 짧고 충전속도 느려 충전소 차지



<전기트럭들이 고속도로 휴게소의 충전기를 차지한 모습>

"여기도 자리 없네"...트럭에 충전기 뺏긴 전기차주들 '분통'

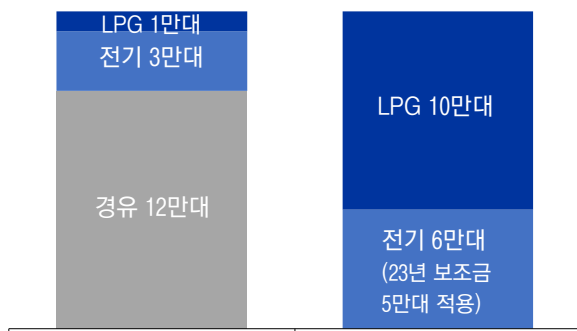
전기트럭, 주행거리 짧고 충전속도 느려 충전소 차지
정부의 설부른 전기트럭 보조금 정책으로 '충전난민' 양산



전기자동차 운전자들 사이에서 '고속도로를 이용할 때 전기트럭 때문에 충전에 애를 먹는 다'는 불만이 줄을 잇고 있다. [사진=온라인 커뮤니티]

자료: 언론보도

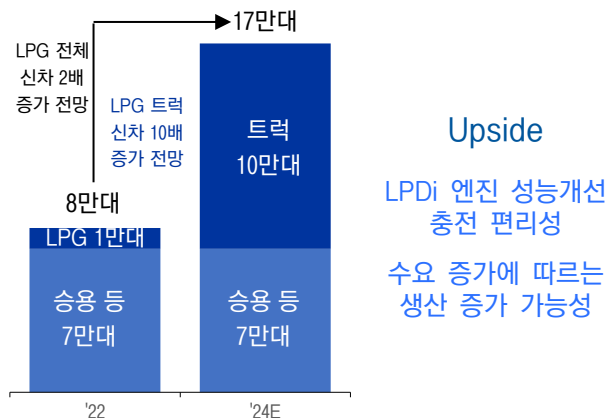
그림6 1톤 트럭의 신차 판매 변화 예상



LPG 1톤 트럭의 신차 판매는
1만대에서 10만대 이상으로 증가 예상

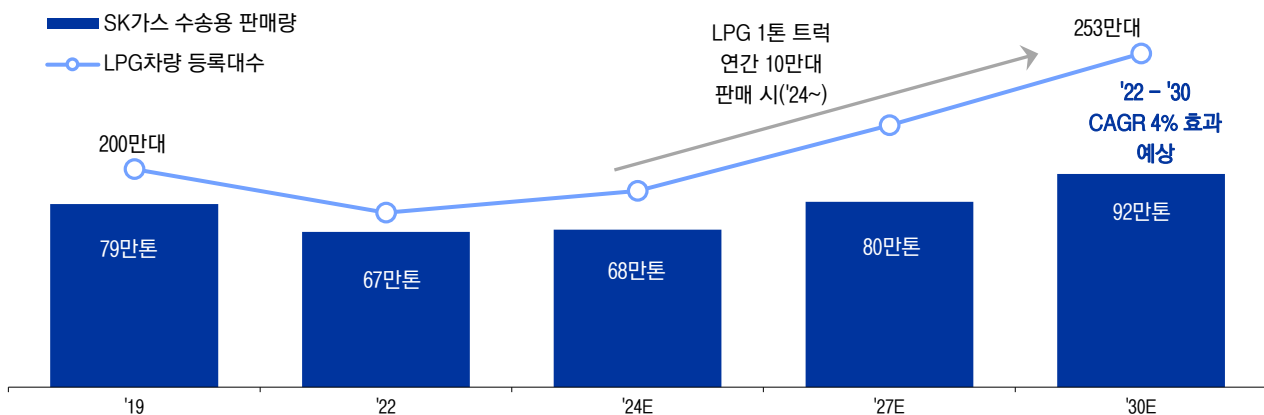
자료: SK가스 (SK가스 자체 분석, 참조)

그림7 연간 LPG 신차 판매 전망



자료: SK가스 (SK가스 자체 분석, 참조)

그림8 1톤 트럭, 지속적 성장이 가능한 모멘텀



자료: 19-22년 현황은 한국자동차모빌리티협회(KAMA), 국내석유정보시스템(PEDSIS), 24-30년 전망은 SK가스 자체 분석(Retail M/S 26% 적용)

② LNG-LPG 복합 발전 및 LNG-LPG Optionality 사업

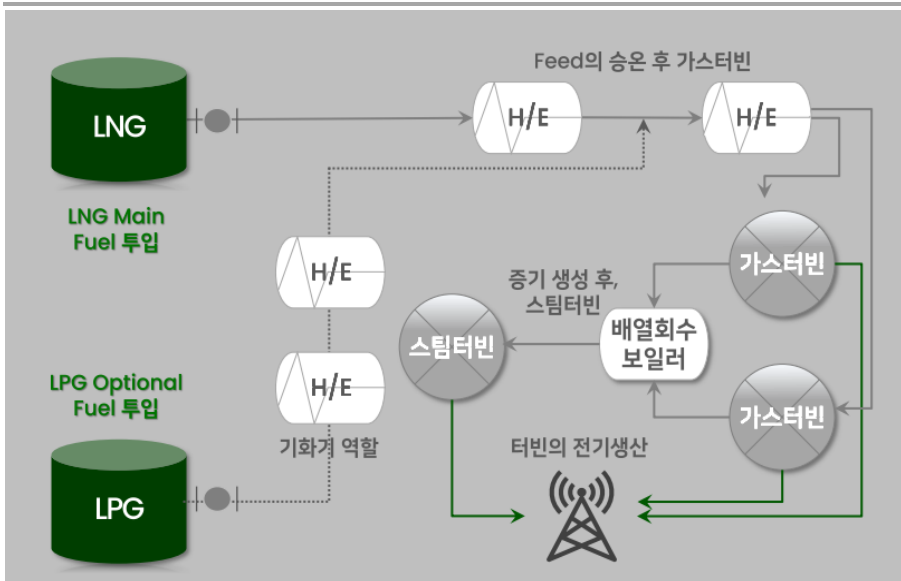
그림9 SK 가스, 2024년 9월 최초 LNG-LPG Dual 발전 가동 예정(울산 GPS)



설비용량	상업가동	전체 투자비	'25년 실적 목표(사측)
1.2GW	'24.9 월	1.4 조	매출 1 조, 세전이익 2,300 억
연간 LNG ~90 만톤 사용	연간 LNG ~90 만톤 사용	SK 가스 지분율 99.5%	LPG 연료 사용 시 발전원가 경쟁력 및 Optionality 추가 수익 예상

자료: SK가스

그림10 SK 가스, 울산 GPS GT(Gas Turbine) 410MW 2 기, ST(Steam Turbine) 406MW 1 기로 구성

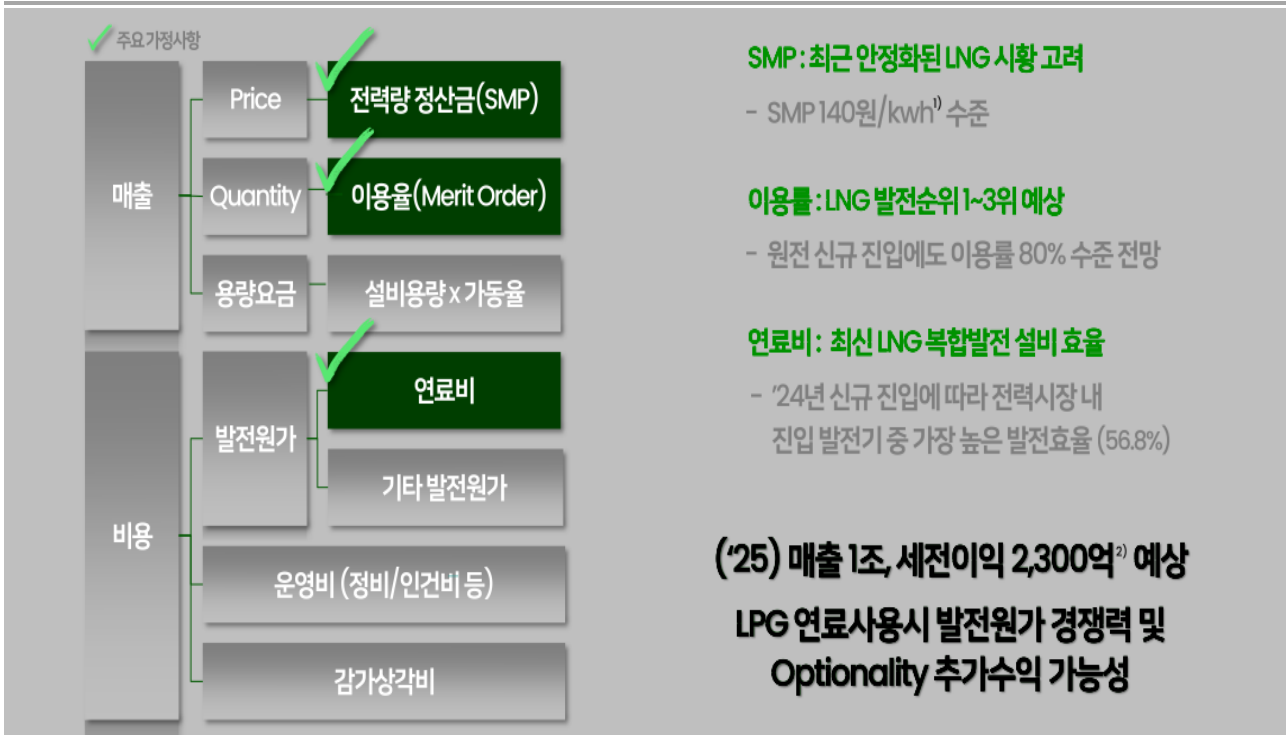


Simens 에서 LNG/LPG Dual 발전이 가능한 대형 사이즈의 터빈 개발 완료

- ▶ 발전설비 내 Process 만 고려하여 단순화하여 표현. 배열회수 보일러는 실제 2 기로 구성되어 있음
- ▶ LNG/LPG 연료전환에 따른 온실가스 배출량 차이는 약 10%
 - ▷ LNG 2.70tGHG, LPG 2.99tGHG
 - ▷ tGHG: 연료 1ton 당 온실가스 배출량(tonnes of Green House Gas)

자료: SK가스

그림11 SK 가스, 울산 GPS 사업 경쟁력 & 사측 2025년 실적 목표



자료: SK가스 (유가 85\$/bbl 및 KOGAS 발전용요금 11만원/Gcal 수준에서의 SMP _ 23년 추정)

그림12 SK 가스, LNG-LPG Optionality 수익 창출 가능

울산GPS (LNG-LPG 복합 발전)

Main Fuel: LNG

- ▶ 일반적 시기엔 LNG가 LPG보다 가격이 낮음
- ▶ 따라서, 일반적 시기에는 발전 시 주로 LNG 사용

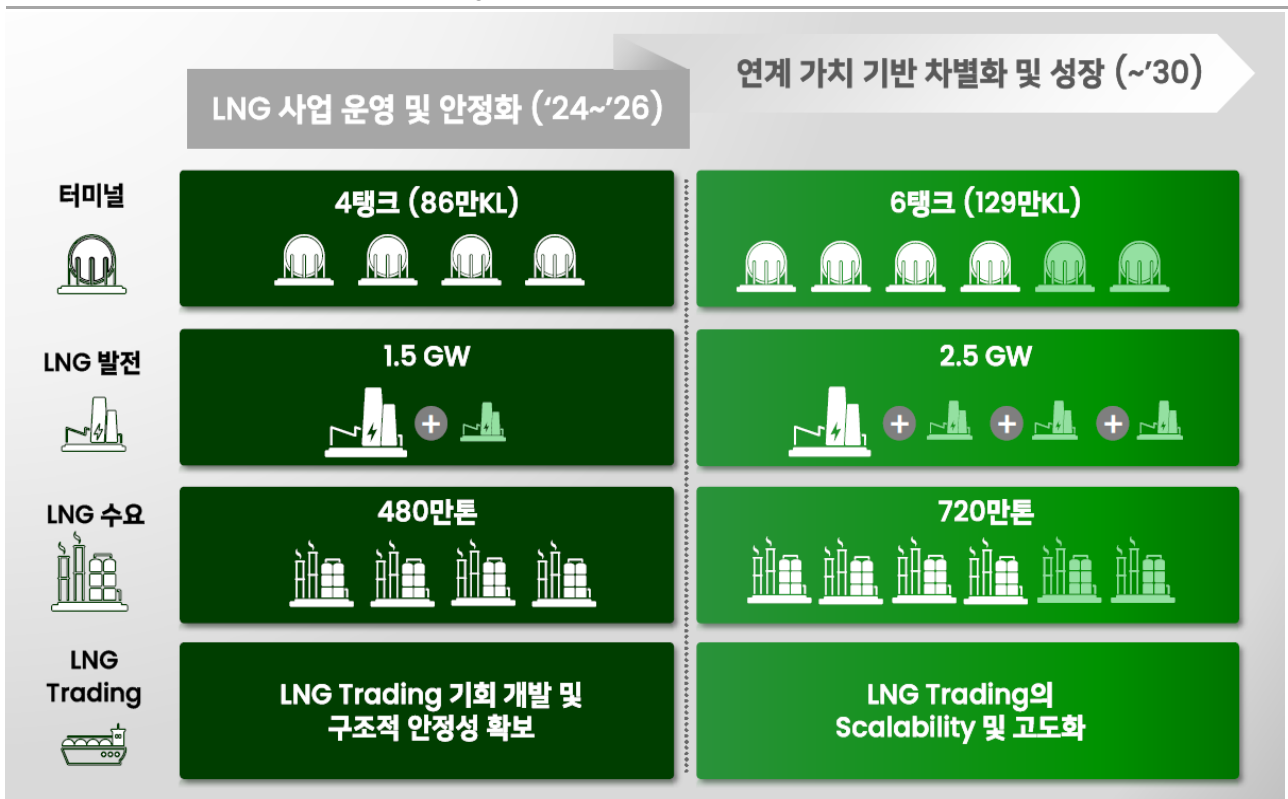
Optional Fuel: LPG

- ▶ LPG는 난방용, 석유화학용 등이 주용도라 가격 변동폭 미미
 - ▷ 가격 상승 시 수요가 탄력적으로 반응함
- ▶ LNG는 발전용 비중이 워낙 커 신재생에너지 간헐성(2021년 기상이변에 따른 유럽의 바람 부진으로 풍력 발전 급감 등), 지정학적 위험에 따른 수요 급변(우크라이나 전쟁으로 유럽의 러시아 천연가스 수입 중단으로 글로벌 LNG 가격 급등) 등으로 수요가 붕괴될 경우 가격이 급등하며 LPG 가격을 크게 초과하는 경우가 간헐적으로 발생

- ▶ LNG 가격 급등 시 울산GPS 발전사업 수익성 개선
 - 울산GPS 자체 발전 연료를 LPG로 대체 함으로써 상대적으로 발전 Cost 절감
 - 타발전사 Cost 상승으로 SMP 상승함에 따라 매출 상승 요인 발생
- ▶ LNG 가격 급등 시 LNG-LPG Optionality 수익 발생
 - 울산 지역 내 산업체 연료용 LNG에 대해 LPG 대체 수요 발생
 - LNG, LPG를 동시 저장하고 있다가 발전용으로 LPG를 대거 투입하고 LNG는 상승한 가격으로 시장에 팔아서 수익 창출
 - 중장기적으로는 LNG-LPG 복합 발전소가 국내외 추가적으로 건설될 가능성 충분하며, 동사는 LNG-LPG 저장 탱크 및 수송망을 모두 보유하고 있어 LNG 가격 급등 시 타 LNG-LPG 복합 발전소의 LPG 수요에 대응할 수도 있음

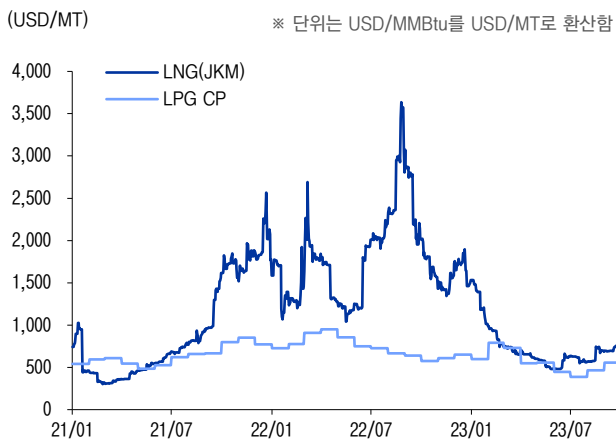
자료: 자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 SK 가스, LNG 사업의 Value Chain Target



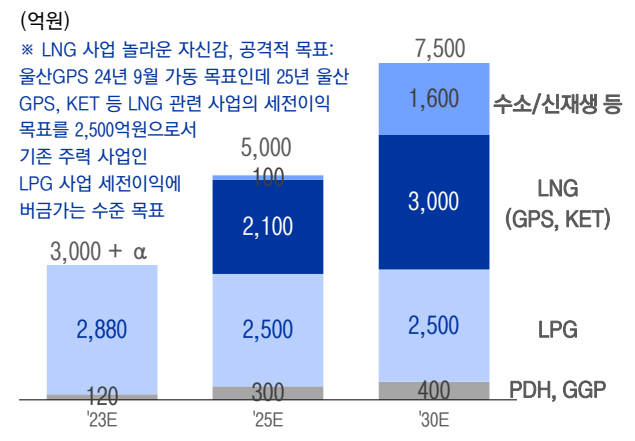
자료: SK가스

그림14 2021~2023 LNG-LPG 가격 추이



자료: Bloomberg, 3MCO(3mgas.vn), 이베스트투자증권 리서치센터

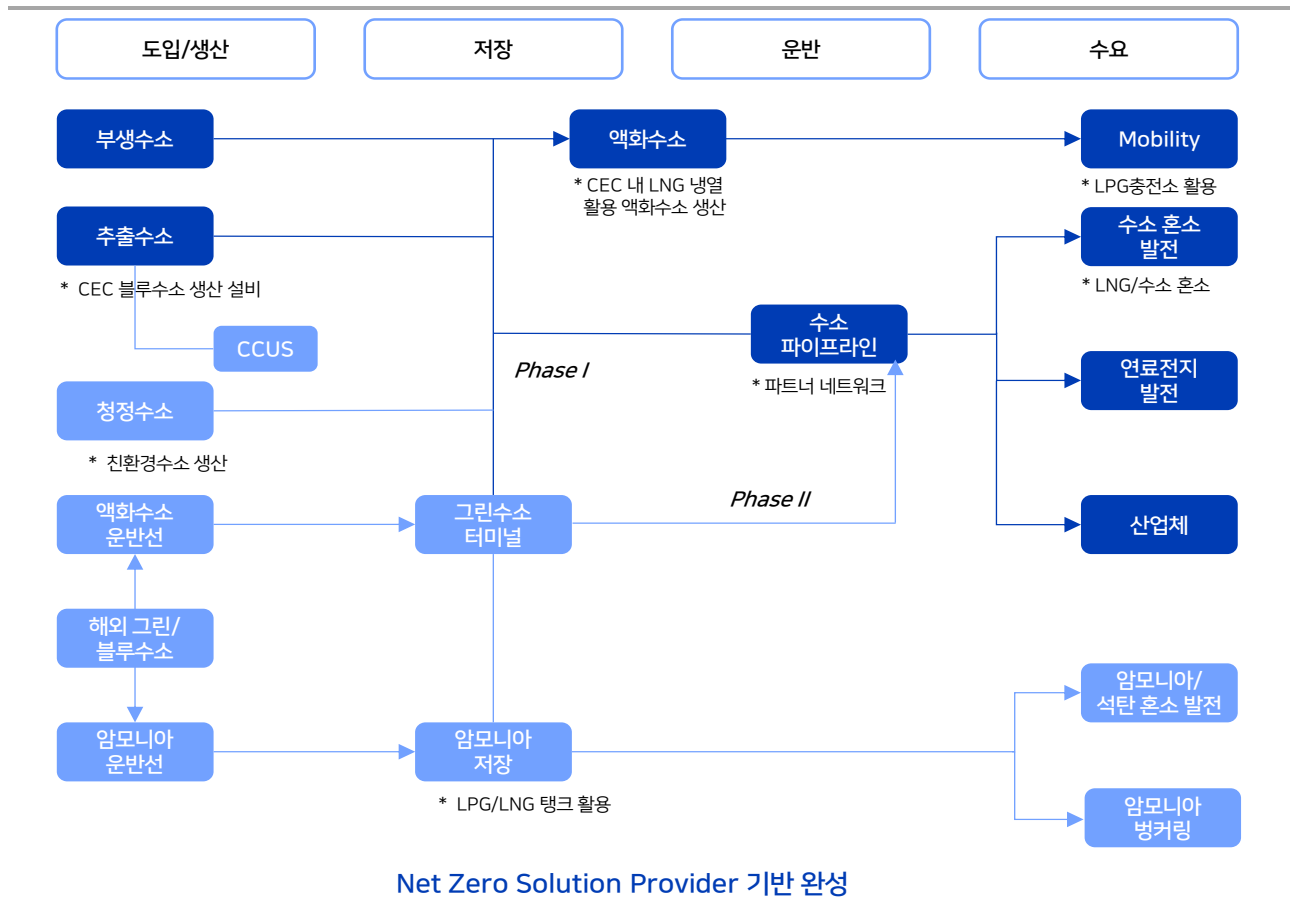
그림15 사측 연결세전이익 목표: LNG 사업 놀라운 자신감



자료: SK가스

③ 수소 사업

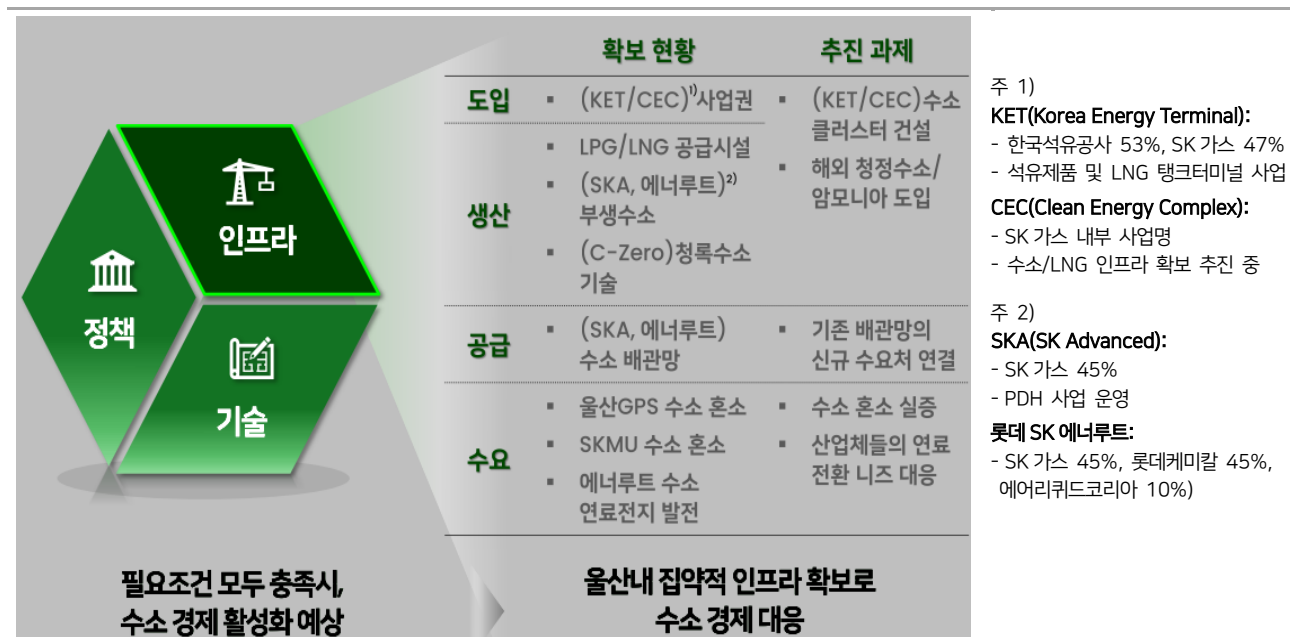
그림 16 SK 가스 수소 Value Chain



Net Zero Solution Provider 기반 완성

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림 17 SK 가스 수소경제 인프라 확보 현황



자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

SK 가스 (018670)

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	24,058	25,813	23,631	26,989	28,654
현금및현금성자산	1,627	4,048	4,107	4,209	4,297
단기금융자산	6,671	3,171	3,217	3,297	3,366
매출채권및기타채권	9,280	9,697	9,319	11,455	12,489
기타	6,480	8,898	6,989	8,027	8,502
비유동자산	27,157	32,504	36,834	39,007	41,149
유무형자산	11,788	17,365	21,469	23,172	24,517
금융/투자자산	10,256	9,169	9,185	9,447	10,049
기타	5,113	5,970	6,181	6,387	6,583
자산총계	51,215	58,318	60,466	65,996	69,803
유동부채	14,420	17,425	17,304	19,619	20,351
매입채무및기타채무	2,869	3,428	3,295	4,050	4,415
단기차입금/사채	9,964	10,496	10,340	11,515	11,589
기타	1,586	3,501	3,669	4,054	4,347
비유동부채	15,622	17,484	17,497	19,265	19,709
장기차입금/사채	10,667	12,632	12,499	14,155	14,358
기타	4,956	4,852	4,998	5,110	5,351
부채총계	30,042	34,909	34,801	38,885	40,059
자배회지분	21,174	23,409	25,665	27,111	29,744
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금및기타	1,701	1,846	1,846	1,846	1,846
이익잉여금	19,011	21,102	23,357	24,804	27,437
비지배회사지분	0	0	0	0	0
자본총계	21,174	23,409	25,665	27,111	29,744

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-3,890	1,401	6,719	2,253	5,126
영업에서 창출된 현금	-3,380	2,252	7,333	2,650	5,765
당기순이익	2,493	2,571	2,864	2,184	3,426
조정사항	-850	1,256	2,290	2,619	3,288
유무형자산상각비	1,080	1,080	1,268	1,601	1,644
법인세비용	803	477	997	670	1,044
이자비용	404	577	902	904	951
이자수익	-40	-51	-115	-126	-135
기타	-3,098	-828	-762	-429	-216
자산,부채 증감	-5,022	-1,575	2,179	-2,153	-950
법인세,이자,배당금 등	-510	-851	-613	-397	-638
투자활동 현금흐름	-595	-567	-5,060	-3,566	-3,939
유무형자산 증감	-1,788	-5,123	-5,372	-3,304	-2,990
금융/투자자산 증감	-146	3,106	523	-55	-754
기타	1,340	1,450	-211	-207	-196
재무활동 현금흐름	4,786	1,463	-1,600	1,416	-1,099
사채/차입금 증감	6,107	3,145	-289	2,831	276
이자지급	-371	-512	-812	-813	-856
배당금 지급	-359	-547	-673	-740	-785
기타	-591	-623	174	138	266
총현금흐름	301	2,296	59	103	88
기초 현금및현금성자산	1,221	1,627	4,048	4,107	4,209
외화현금 환율변동 효과	105	125	0	0	0
기말 현금및현금성자산	1,627	4,048	4,107	4,209	4,297

자료: SK가스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	64,945	80,662	76,731	98,719	109,857
영업비용	63,891	76,757	72,591	95,143	105,268
영업이익	1,055	3,905	4,140	3,576	4,588
EBITDA	2,135	4,985	5,409	5,177	6,233
금융수익	4,488	7,164	8,477	8,256	8,652
이자수익	40	51	115	126	135
기타	4,448	7,113	8,361	8,130	8,516
금융원가	3,429	7,585	8,196	8,914	9,062
이자비용	404	577	902	904	951
기타	3,025	7,008	7,294	8,010	8,111
기타영업외수익	627	195	253	269	283
기타영업외비용	135	143	372	164	174
지분법손익	690	-488	-441	-169	183
세전이익	3,296	3,047	3,861	2,854	4,470
법인세비용	803	477	997	670	1,044
당기순이익	2,493	2,571	2,864	2,184	3,426
지배주주순이익	2,493	2,571	2,864	2,184	3,426
Profitability(%)					
영업이익률	1.6	4.8	5.4	3.6	4.2
EBITDA Margin	3.3	6.2	7.0	5.2	5.7
당기순이익률	3.8	3.2	3.7	2.2	3.1
ROA	5.2	4.7	4.8	3.5	5.0
ROE	12.4	11.5	11.7	8.3	12.1
ROIC	2.3	6.3	6.6	5.3	6.7

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Valuation(배)					
P/E(지배주주)	4.7	4.1	4.8	6.4	4.0
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.3	5.3	5.4	6.2	5.2
P/CF	10.4	3.6	3.1	3.1	2.3
Per Share Data(원)					
EPS(지배주주)	27,005	27,852	31,033	23,665	37,115
BPS	229,394	253,611	278,048	293,724	322,245
CPS	12,266	32,232	49,195	47,735	65,828
DPS	5,100	6,500	8,000	8,500	9,000
Growth(%)					
매출액	47.2	24.2	-4.9	28.7	11.3
영업이익	-44.5	270.2	6.0	-13.6	28.3
EPS(지배주주)	-6.1	3.1	11.4	-23.7	56.8
총자산	13.8	13.9	3.7	9.1	5.8
자기자본	11.5	10.6	9.6	5.6	9.7
Stability(%배,억원)					
부채비율	141.9	149.1	135.6	143.4	134.7
유동비율	166.8	148.1	136.6	137.6	140.8
자기자본비율	41.3	40.1	42.4	41.1	42.6
영업이익/금융비용(x)	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5
이자보상배율(x)	9.2	6.3	5.3	4.2	5.7
총차입금(억원)	20,631	23,128	22,839	25,671	25,947
순차입금(억원)	12,333	15,910	15,516	18,164	18,283

SK가스

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

240,000

200,000

160,000

120,000

80,000

40,000

0

21/10

22/04

22/10

23/04

23/10

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2023.05.04	신규	성종화									
2023.05.04	Buy	164,000	-10.1		-22.8						
2023.09.20	Buy	182,000	-15.8		-17.6						
2023.10.04	Buy	194,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2022.10.1 ~ 2023.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)