

# SK가스 (018670.KS)

## 도약을 위한 준비

Company Comment | 2023. 4. 21

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

1분기 영업이익은 작년에 이어 계속된 LPG Trading 부문의 업황 개선으로 컨센서스를 상회할 전망이다. 오랜 시간 준비해온 울산 내 프로젝트 2건 2024년 본격 가동되며 이익 레벨 업에 기여할 것으로 추정

### 곧 다가올 성과

SK가스에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 150,000원 유지. 투자 의견과 목표주가를 유지하는 근거는 2024년부터 시작될 기존사업과 신사업의 이익 성장 관련 기대감. 관련해서 1) LPG Trading의 이익 확대, 2) 울산 GPS의 본격 가동, 3) KET(Korea LNG Terminal)의 잠재력 등을 예상해볼 수 있음. 신규 프로젝트가 본격적으로 운영되는 2025년 세전이익은 4,150억원으로 추정. 2023년 대비 약 1,000억원 이상 개선

다만, 올 겨울 이상고온으로 유럽을 중심으로 천연가스 수요가 감소하며 1분기 이후 가격 역시 하락. 따라서 작년과 같이 LNG와 LPG 사이에 발생했던 Trading 기회는 줄어들 전망. LPG는 LNG와 비교하면 약 10% 정도 가격이 저렴하지만, 절반 이상 찼던 작년과 비교하면 향후 천연가스 가격 수준에 따라 관련 이익은 축소될 가능성도 있음. 참고로 하절기까지는 충분한 재고와 비수기 등의 영향으로 LNG 가격은 안정적인 전망. 그러나 동절기로 진입하면 당시 기온에 따라 천연가스의 가격 변동성은 커질 수 있음

### 신사업의 매출 확대 전 강세를 보인 기존 사업

연결기준 1분기 실적은 매출 1.8조원(-22% y-y), 영업이익 1,324억원(+25% y-y), 세전이익 1,546억원(-16% y-y)으로 컨센서스를 상회할 전망이다. 이는 1분기까지 LNG 대비 LPG의 상대적인 가격 강세가 계속됨에 따라 LPG Trading 부문의 이익 확대와 산업용 LPG 판매가 늘었기 때문

2023년 연결기준 세전이익은 3,231억원(+6% y-y)으로 전년 수준을 유지할 전망이다. 참고로 SK가스 실적과 관련해서는 영업이익보단 세전이익이 중요한데, 이는 LPG 사업에 필수적인 파생상품 관련 손익 때문. 2023년 실적 기준 PER은 5배 수준으로 밸류에이션 매력도 충분한 상황

## Buy (유지)

목표주가	150,000원 (유지)
현재가 ('23/04/20)	121,000원
업종	전기가스업
KOSPI / KOSDAQ	2,563.11 / 885.71
시가총액(보통주)	1,116.9십억원
발행주식수(보통주)	9.2백만주
52주 최고가('22/06/08)	138,000원
최저가('22/09/30)	100,500원
평균거래대금(60일)	0.8십억원
배당수익률(2023E)	5.37%
외국인지분율	5.2%

### 주요주주

SK디스커버리 외 2인	72.3%
국민연금공단	6.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	2.5	4.8	6.1
상대수익률 (%)	-4.2	-9.3	12.6

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	8,066	6,786	6,974	7,197
증감률	24.2	-15.9	2.8	3.2
영업이익	390.5	239.2	163.1	171.6
증감률	270.1	-38.7	-31.8	5.2
영업이익률	4.8	3.5	2.3	2.4
(지배지분)순이익	257.1	242.3	242.1	311.3
EPS	27,852	26,254	26,234	33,723
증감률	3.1	-5.7	-0.1	28.5
PER	4.1	4.6	4.6	3.6
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.7	7.7	9.2	8.4
ROE	11.5	10.0	9.3	11.0
부채비율	149.1	141.5	135.1	126.6
순차입금	1,751	1,746	1,733	1,647

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이민재  
 02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

Jr.Analyst 이은상  
 02)2229-6841, eunsang.lee@nhqv.com

### SK가스 1분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E					2Q23F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	2,367	1,907	1,841	1,951	1,838	-22.4	-5.8	1,838	2,282	1,518
영업이익	105.7	57.0	65.9	161.9	132.4	25.3	-18.2	50.1	115.4	38.1
영업이익률	4.5	3.0	3.6	8.3	7.2			2.7	5.1	2.5
세전이익	184.8	16.8	-47.5	150.6	154.6	-16.4	2.6	52.6	107.9	52.4
(지배)순이익	142.8	11.8	-37.5	140.0	30.2	-78.8	-78.4	5.3	37.0	43.9

주: IFRS 연결기준; 자료: SK가스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

SK가스는 LPG 수입산업의 합리화를 위해 1985년 설립된 LPG 공급기업. 전국적인 유통망을 기반으로 국내 LPG 시장 점유율 1위. 신성장동력으로 2012년 탱크터미널 사업을 시작. 현재 안정적인 운영으로 회사 성장에 기여하고 있으며 LPG 사업 역량을 바탕으로 국내 최대 규모의 PDH 공장 운영을 통한 성장동력 모색 및 사업 다각화 추진중. 또한 LPG 트레이딩 사업영역을 확대하고 있으며 가시적인 성과를 보이고 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 그린뉴딜 정책으로 국내 LPG 차량 판매 확대 전망
- 가스 저장 터미널 투자로 직도입부문 수익성 확대
- 친환경 발전설비 및 연계 솔루션 보유로 VPP 선도

Downside Risk

- LPG CP 가격 변동성 증가로 실적 불확실성 확대
- LPG 수출입업 등록기준 완화로 시장 진입장벽 낮아짐

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Total	6.1	6.5	1.3	1.2	21.0	17.6
Dominion Energy	14.3	15.2	1.6	1.5	11.2	10.0
China Petroleum & Chemical Corp.	10.5	10.0	0.9	0.9	8.9	9.1
Equinor	6.4	6.4	1.7	1.5	26.4	24.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	4.7	4.1	4.6	4.6	3.6
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	12.4	11.5	10.0	9.3	11.0
ROIC	2.9	8.9	6.0	3.9	4.0

자료: NH투자증권 리서치본부

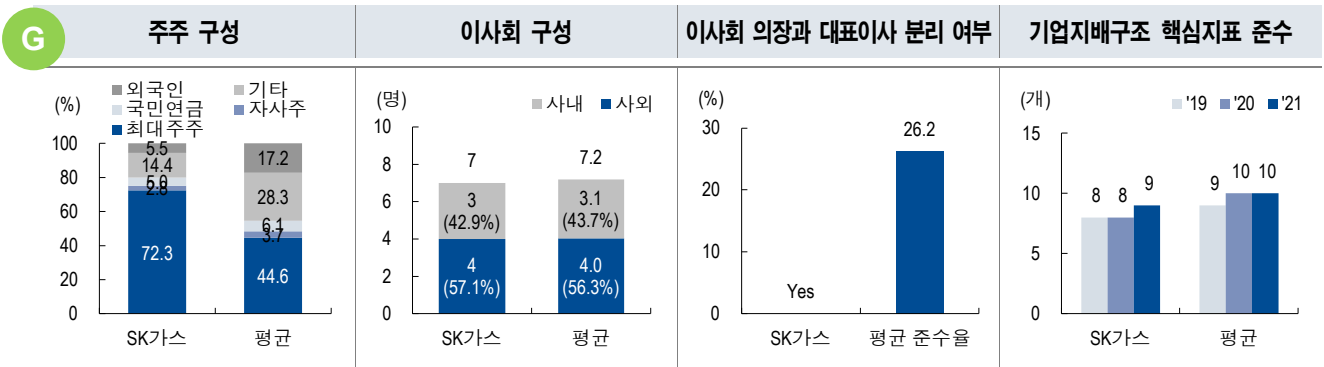
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

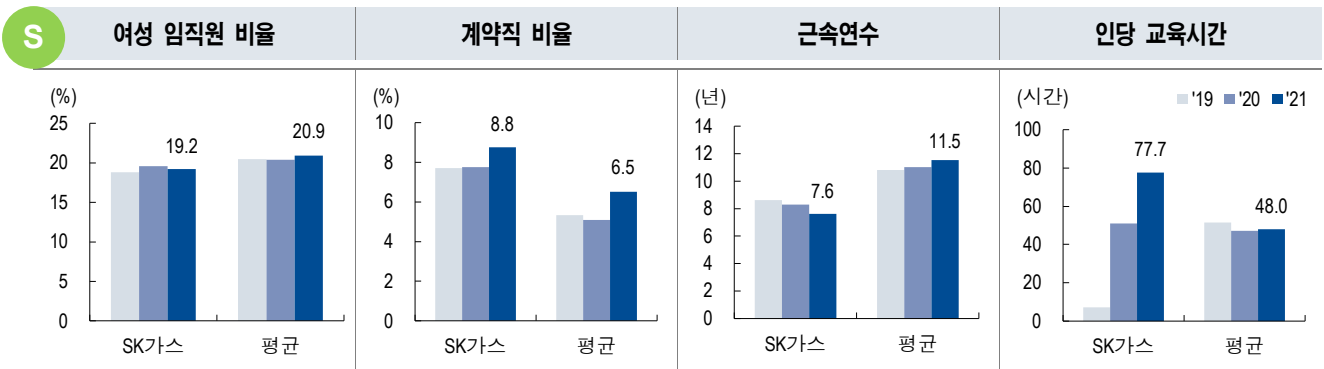
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	5,943	4,079	5,272	6,359	6,859	4,931	4,412	6,495	8,066
영업이익	120	99	198	98	103	190	190	105	390
영업이익률(%)	2.0	2.4	3.7	1.5	1.5	3.8	4.3	1.6	4.8
세전이익	126	95	216	122	24	91	408	330	305
순이익	99	73	188	150	55	154	265	249	257
지배지분순이익	97	69	170	102	60	159	265	249	257
EBITDA	159	144	252	146	161	290	298	213	499
CAPEX	529	512	145	107	227	110	79	191	509
Free Cash Flow	-290	-672	-253	-215	-322	197	150	-580	-369
EPS(원)	10,556	7,496	18,456	11,059	6,474	17,212	28,748	27,005	27,852
BPS(원)	128,009	131,016	150,422	162,213	169,681	179,932	205,706	229,394	253,611
DPS(원)	1,888	1,906	2,502	2,526	2,943	2,971	4,000	5,100	6,500
순차입금	995	1,629	1,172	1,320	724	662	1,222	1,833	1,751
ROE(%)	8.5	5.8	13.1	7.1	3.9	9.9	14.9	12.4	11.5
ROIC(%)	8.3	3.2	6.9	4.3	-2.0	3.1	9.0	2.9	8.9
배당성장률(%)	17.3	24.6	13.1	22.1	44.0	16.7	13.5	18.4	22.7
배당수익률(%)	2.0	2.7	2.0	2.7	4.2	3.5	3.8	4.0	5.6
순차입금 비율(%)	70.8	100.1	68.5	74.0	44.1	39.9	64.3	86.6	74.8

자료: SK가스, NH투자증권 리서치본부

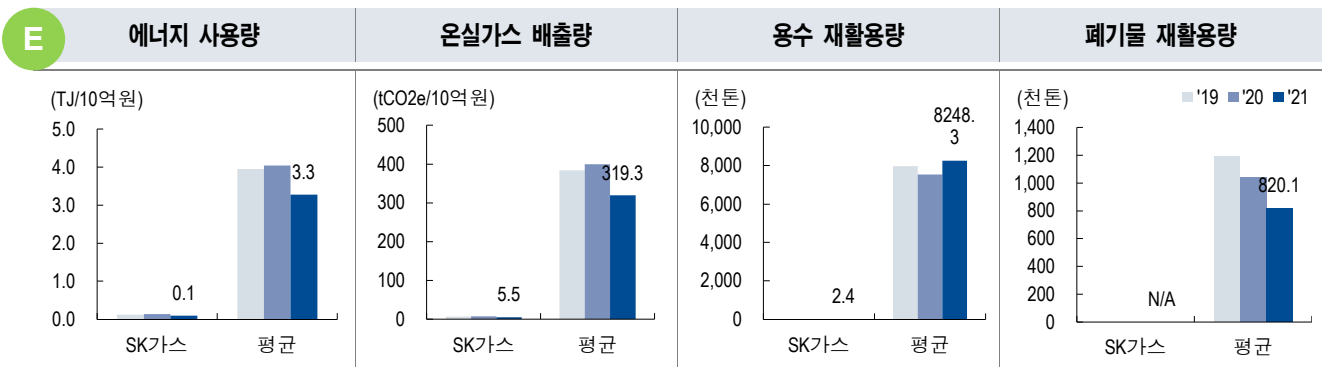
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: SK가스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: SK가스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: SK가스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.6	- 롯데케미칼-SK가스-에어리퀴드코리아, 수소 사업 합작법인 설립
	2023.2	- CDP 한국위원회 주관 '2022년 기후변화 대응 및 물 경영 우수기업'에 선정됨
S	2020.6	- 경제적 가치(EV)와 함께 사회적 가치(SV)를 매년 측정하고 강화하기 위한 전략을 수립·실행하는 DBL 시작
G	2020.3	- ESG 중심 경영활동을 강화하기 위해 이사회 산하에 '지속가능경영위원회' 신설
	2021.10	- 2022년부터 중간 배당을 도입하기로 결정

자료: SK가스, NH투자증권 리서치본부

표1. SK가스 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 배, %)

	EBITDA	EV/EBITDA	지분율/주식수	장부가	시장가	적용가
<b>1) 영업가치</b>						
LPG Business	315.8	5.0			1,579.1	1,579.1
- 합계						<b>1,579.1</b>
<b>2) 연결종속기업, 관계사 지분가치</b>						
- SK Advanced			45.0%	184.2		184.2
- SK HoldCo Pte			36.5%	59.6		59.6
- Korea LNG Terminal			47.2%	84.4		84.4
- Ulsan GPS			88.0%	287.8		287.8
- Gridwiz			29.4%	21.5		21.5
- Bloom Energy			0.3%	10.1		12.7
- Dangjin Eco Power			54.9%	48.8		48.8
- Gosung Green Power				1.9		174.0
- 기타(자사주 포함)						47.4
- 합계						<b>920.5</b>
<b>3) Total Value = 1) + 2)</b>						<b>2,499.6</b>
4) 순차입금						487.1
<b>5) NAV = 3) - 4)</b>						<b>2,012.5</b>
7) 주당 순자산가치		주식수	923만주			218,041
<b>8) 목표주가</b>		할인율	20.0%			<b>150,000</b>

자료: SK가스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. SK가스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	8,066	6,786	6,974	7,197
	- 수정 전		6,786	6,974	7,197
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	390.5	239.2	163.1	171.6
	- 수정 전		201.2	102.1	166.1
	- 변동률		18.9	59.8	3.3
영업이익률(수정 후)		4.8	3.5	2.3	2.4
EBITDA		498.5	372.5	309.3	328.3
(지배지분)순이익		257.1	242.3	242.1	311.3
EPS	- 수정 후	27,852	26,254	26,234	33,723
	- 수정 전		22,627	27,369	32,712
	- 변동률		16.0	-4.1	3.1
PER		4.1	4.6	4.6	3.6
PBR		0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA		5.7	7.7	9.2	8.4
ROE		11.5	10.0	9.3	11.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	8,066	6,786	6,974	7,197
증감률 (%)	24.2	-15.9	2.8	3.2
매출원가	7,388	6,330	6,590	6,801
매출총이익	678.1	455.9	383.6	395.8
Gross 마진 (%)	8.4	6.7	5.5	5.5
판매비와 일반관리비	287.6	216.7	220.4	224.2
영업이익	390.5	239.2	163.1	171.6
증감률 (%)	270.1	-38.7	-31.8	5.2
OP 마진 (%)	4.8	3.5	2.3	2.4
EBITDA	498.5	372.5	309.3	328.3
영업외손익	-85.7	84.0	159.7	243.4
금융수익(비용)	-42.1	-54.1	-54.7	-54.9
기타영업외손익	5.2	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	-48.8	138.1	214.4	298.3
세전계속사업이익	304.7	323.1	322.9	415.0
법인세비용	47.7	80.8	80.7	103.8
계속사업이익	257.1	242.3	242.1	311.3
당기순이익	257.1	242.3	242.1	311.3
증감률 (%)	3.1	-5.8	-0.1	28.6
Net 마진 (%)	3.2	3.6	3.5	4.3
지배주주지분 순이익	257.1	242.3	242.1	311.3
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	21.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	278.1	242.3	242.1	311.3

Valuation / Profitability / Stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	4.1	4.6	4.6	3.6
PBR(X)	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR(X)	2.8	2.2	2.1	1.8
PSR(X)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	5.7	7.7	9.2	8.4
EV/EBIT(X)	7.2	12.0	17.5	16.1
EPS(W)	27,852	26,254	26,234	33,723
BPS(W)	253,611	273,545	293,458	320,861
SPS(W)	873,885	735,145	755,520	779,686
자기자본이익률(ROE, %)	11.5	10.0	9.3	11.0
총자산이익률(ROA, %)	4.7	4.1	3.9	4.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	8.9	6.0	3.9	4.0
배당수익률(%)	5.6	5.4	5.4	5.4
배당성장률(%)	22.7	24.1	24.1	18.7
총현금배당금(십억원)	58.3	58.3	58.3	58.3
보통주 주당배당금(W)	6,500	6,500	6,500	6,500
순부채(현금)자기자본(%)	74.8	69.1	64.0	55.6
총부채/ 자기자본(%)	149.1	141.5	135.1	126.6
이자발생부채	2,376	2,421	2,468	2,518
유동비율(%)	148.1	150.0	152.2	158.1
총발행주식수(mn)	9	9	9	9
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	115,500	121,000	121,000	121,000
시가총액(십억원)	1,066	1,117	1,117	1,117

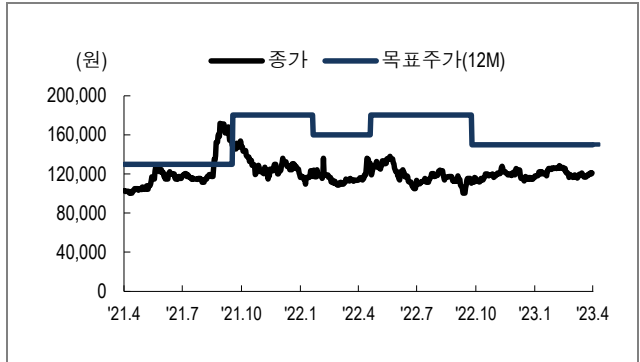
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	404.8	443.9	492.0	615.6
매출채권	903.7	948.9	996.3	1,046
유동자산	2,581	2,729	2,892	3,135
유형자산	1,621	1,696	1,758	1,808
투자자산	1,023	1,075	1,128	1,185
비유동자산	3,250	3,368	3,476	3,576
자산총계	5,832	6,097	6,367	6,711
단기성부채	1,317	1,373	1,431	1,491
매입채무	141.7	148.8	156.2	164.0
유동부채	1,743	1,819	1,899	1,984
장기성부채	1,644	1,644	1,644	1,644
장기충당부채	1.4	1.4	1.8	2.2
비유동부채	1,748	1,754	1,759	1,766
부채총계	3,491	3,573	3,659	3,749
자본금	46.2	46.2	46.2	46.2
자본잉여금	195.5	195.5	195.5	195.5
이익잉여금	2,110	2,294	2,478	2,731
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,341	2,525	2,709	2,962

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	140.1	364.2	374.7	451.9
당기순이익	257.1	242.3	242.1	311.3
+ 유/무형자산상각비	108.0	133.4	146.2	156.6
+ 종속, 관계기업관련손익	48.8	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-48.7	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	382.6	509.0	522.2	624.9
- 운전자본의증가(감소)	-157.5	-71.3	-74.6	-78.2
투자활동 현금흐름	-56.7	-260.4	-263.5	-266.8
+ 유형자산 감소	0.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-508.8	-200.0	-200.0	-200.0
+ 투자자산의매각(취득)	31.6	-51.2	-53.7	-56.4
Free Cash Flow	-368.7	164.2	174.7	251.9
Net Cash Flow	83.3	103.8	111.2	185.1
재무활동현금흐름	146.3	-64.7	-63.1	-61.4
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	146.3	-64.7	-63.1	-61.4
현금의증가	242.1	39.1	48.1	123.6
기말현금 및 현금성자산	404.8	443.9	492.0	615.6
기말 순부채(순현금)	1,751	1,746	1,733	1,647

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.10.14	Buy	150,000원(12개월)	-	-
2022.05.09	Buy	180,000원(12개월)	-34.3%	-23.3%
2022.02.08	Buy	160,000원(12개월)	-27.3%	-15.0%
2021.10.06	Buy	180,000원(12개월)	-28.7%	-14.4%
2021.09.21		1년경과	24.2%	29.2%
2020.09.22	Buy	130,000원(12개월)	-15.2%	31.9%

SK가스(018670.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2023년 4월 21일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'SK가스'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.