

SK가스 (018670.KS)

빠른 안정 이후 추가 확장까지

내년 하반기 울산 GPS와 Korea Energy Terminal(KET) 가동에 따라 Dual Fuel 사업자로서의 활동이 본격적으로 시작될 것. 각 부문 간 시너지를 활용한 사업 영역의 추가 확장도 가능할 전망

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

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

LNG 터미널과 발전소가 갖는 의미

SK가스에 대한 투자의견은 Buy를 유지하지만, 목표주가는 200,000원(기존 180,000원)으로 상향 조정. 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 내년 하반기 울산 GPS(가스파워솔루션) 가동에 따른 Dual Fuel(LNG & LPG) 사업자로서의 활동 본격화, 2) 발전소 내 연료 전환에 따른 추가 수익 확보의 기회 및 수소 혼소를 통한 친환경 역량 강화, 3) 기존사업과 신사업으로 확보한 현금 기반의 적극적인 주주환원과 재투자 등 때문. 목표주가를 상향 조정하는 이유는 LPG와 LNG사업에 적용하는 EV/EBITDA 배수를 5.5배(기존 5.0배)로 상향했기 때문

SK가스는 울산 KET(Korea Energy Terminal, 86만k α) 활용해 사업 분야를 중장기적으로 수소까지 확대할 계획. 현재 한국가스공사가 소유하지 않은 민간 LNG 직도입 터미널은 보령(KET, 140만k)·광양(73만k+60만k 예정)·통영(20만k 예정)·여수(80만k 예정)에 소재하며 대부분 각 기업이 보유 중인 발전소 등에 활용됨. 수소 활용 여력을 확보하고 있거나 수소 분야로 사업을 확대하기에 충분한 규모를 갖춘 시설은 KET로 중장기 사업 확대 가능성도 충분한 상황. 동사는 LPG·LNG 사업으로 거둔 이익을 재원으로 활용할 전망

Dual Fuel의 장점과 수소 혼소의 기회

울산 GPS는 LNG와 LPG 모두를 연료로 쓸 수 있어 2021년 하반기 이후 매달 차익 기회 발생한 것으로 추정. 중장기적으로 지정학적 상황을 고려하면 차익 기회는 계속해서 발생할 것으로 예상되기 때문에 세전이익 기준 2,000억원 α 는 달성 가능할 전망. 운영 개시 2~3년 후부터는 수소를 혼소할 수 있어 REC(신재생에너지공급인증서) 등 추가적인 수익 기회도 확보할 수 있을 것으로 예상됨

SK가스는 주주환원저액의 일환으로 향후 연결 지배주주순이익의 25% 이상 배당할 계획. 추가로 중장기 ROE(자기자본이익률) 목표 12%를 초과달성한다면 추가적인 배당 또는 자사주 등으로 환원하겠다고 밝힘. DPS(주당배당금)는 2023년 8,000원, 2024년 8,500원, 2025년 11,000원으로 추정

※ESG Index/Event는 153페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 200,000원 (상향)

현재가 (23/11/01) 150,900원

업종	전기가스업
KOSPI / KOSDAQ	2,301.56 / 739.23
시가총액(보통주)	1,392.8십억원
발행주식수(보통주)	9.2백만주
52주 최고가('23/10/19)	169,900원
최저가('22/01/03)	113,000원
평균거래대금(60일)	2.4십억원
배당수익률(2023E)	5.30%
외국인지분율	6.9%

주요주주	
SK디스커버리 외 2인	72.3%
국민연금공단	6.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	22.8	25.1	31.2
상대수익률 (%p)	42.3	36.0	33.1

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	8,066	7,074	7,414	8,157
증감률	24.2	-12.3	4.8	10.0
영업이익	390.5	398.3	303.3	358.7
증감률	270.1	2.0	-23.9	18.3
영업이익률	4.8	5.6	4.1	4.4
(지배지분)순이익	257.1	273.4	298.5	401.9
EPS	27,852	29,621	32,341	43,539
증감률	3.1	6.4	9.2	34.6
PER	4.1	5.0	4.6	3.4
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.7	5.8	6.7	5.6
ROE	11.5	11.2	11.2	13.8
부채비율	149.1	140.2	132.1	122.0
순차입금	1,751	1,715	1,664	1,610

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: 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 추진 중. 또한 LPG 트레이딩 사업영역을 확대하고 있으며 가시적인 성과 나타나고 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 그린뉴딜 정책으로 국내 LPG 차량 판매 확대 전망
- 가스 저장 터미널 투자로 직도입 부문 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

Company	Cross valuations (단위: 배, %)					
	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Total	6.6	6.7	1.3	1.2	20.0	18.0
Dominion Energy	13.8	12.9	1.2	1.1	8.6	8.8
China Petroleum & Chemical	9.0	8.2	0.8	0.8	9.0	9.6
Equinor	8.6	8.2	2.1	2.1	24.6	25.7

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Valuations	Historical valuations (단위: 배, %)				
	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	4.7	4.1	5.0	4.6	3.4
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	12.4	11.5	11.2	11.2	13.8
ROIC	2.9	8.9	9.8	7.3	8.1

자료: NH투자증권 리서치본부

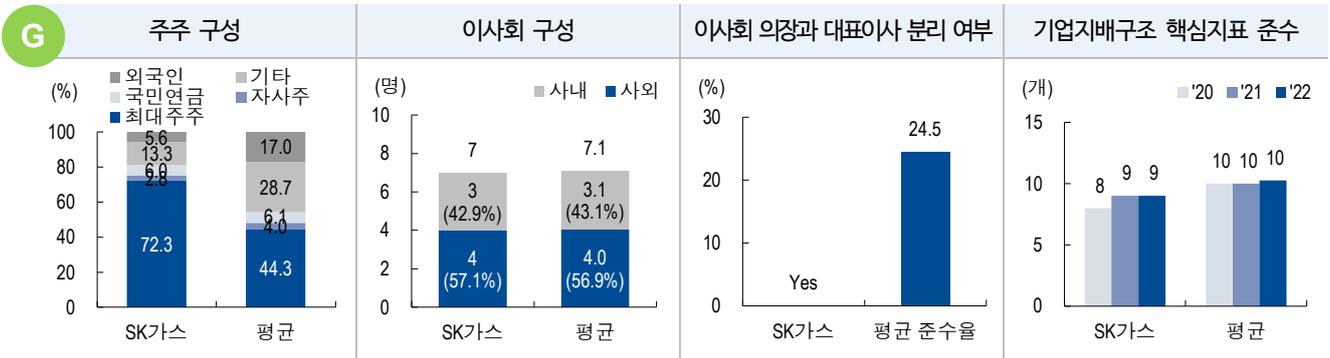
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

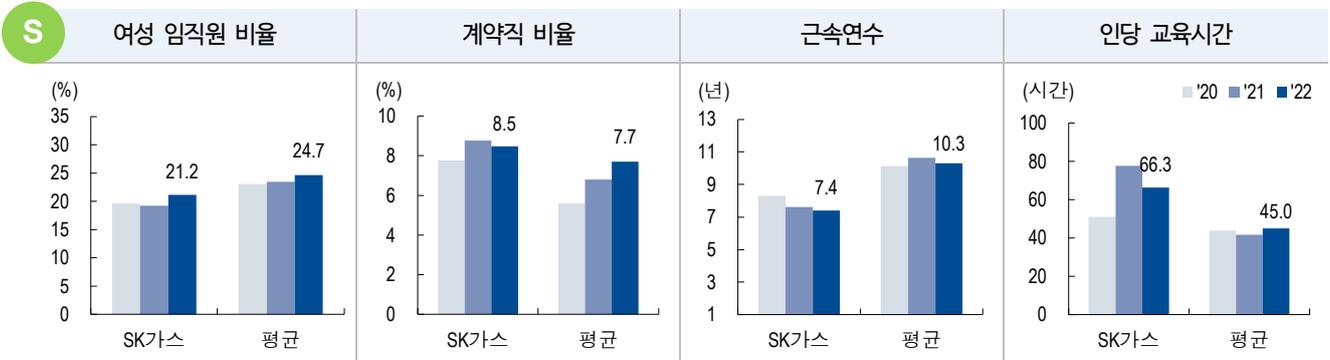
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	5,943	4,079	5,272	6,359	6,859	4,931	4,412	6,495	8,066
영업이익	120	99	198	98	103	190	190	105	390
영업이익률(%)	2.0	2.4	3.7	1.5	1.5	3.8	4.3	1.6	4.8
세전이익	126	95	216	122	24	91	408	330	305
순이익	99	73	188	150	55	154	265	249	257
자배지분순이익	97	69	170	102	60	159	265	249	257
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
배당성향(%)	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

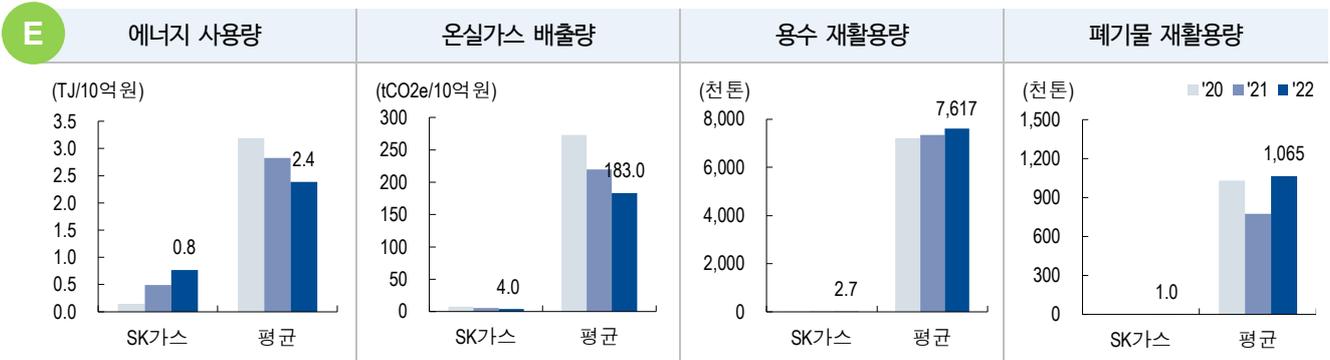
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: SK가스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: SK가스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 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	2023.3	- LPG 사용자뿐만 아니라 취약계층에게 난방비 지원 프로그램 추가 확대
G	2021.10	- 2022년부터 중간 배당을 도입하기로 결정

자료: SK가스, NH투자증권 리서치본부

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

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	EBITDA	EV/EBITDA	지분율/주식수	장부가	시장가	적용가
1) 영업가치						
LPG Business	413.2	5.5			2,272.5	2,272.5
- 합계						2,272.5
2) 연결종속기업, 관계사 지분가치						
- SK Advanced			45.0%	184.2		184.2
- 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)						56.1
- 합계						448.5
3) Total Value = 1) + 2)						2,721.0
4) 순차입금						492.3
5) NAV = 3) - 4)						2,228.7
6) 주당 순자산가치		주식수	923 만주			241,465
7) 목표주가		할인율	20%			180,000

자료: SK가스, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. SK가스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	8,066	7,074	7,414	8,157
	- 수정 전		7,074	7,414	8,157
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	390.5	398.3	303.3	358.7
	- 수정 전		398.3	303.3	358.7
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
영업이익률(수정 후)		4.8	5.6	4.1	4.4
EBITDA		498.5	531.7	449.4	533.2
(지배지분)순이익		257.1	273.4	298.5	401.9
EPS	- 수정 후	27,852	29,621	32,341	43,539
	- 수정 전		29,621	32,341	43,539
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
PER		4.1	5.0	4.6	3.4
PBR		0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA		5.7	5.8	6.7	5.6
ROE		11.5	11.2	11.2	13.8

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	7,074	7,414	8,157
증감률 (%)	24.2	-12.3	4.8	10.0
매출원가	7,388	6,384	6,821	7,504
매출총이익	678.1	689.3	593.1	652.5
Gross 마진 (%)	8.4	9.7	8.0	8.0
판매비와 일반관리비	287.6	290.9	289.8	293.9
영업이익	390.5	398.3	303.3	358.7
증감률 (%)	270.1	2.0	-23.9	18.3
OP 마진 (%)	4.8	5.6	4.1	4.4
EBITDA	498.5	531.7	449.4	533.2
영업외손익	-85.7	-30.3	94.7	177.1
금융수익(비용)	-42.1	-54.0	-54.2	-54.3
기타영업외손익	5.2	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	-48.8	23.7	148.9	231.4
세전계속사업이익	304.7	368.1	398.0	535.8
법인세비용	47.7	94.7	99.5	134.0
계속사업이익	257.1	273.4	298.5	401.9
당기순이익	257.1	273.4	298.5	401.9
증감률 (%)	3.1	6.3	9.2	34.6
Net 마진 (%)	3.2	3.9	4.0	4.9
지배주주지분 순이익	257.1	273.4	298.5	401.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	21.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	278.1	273.4	298.5	401.9

Valuations/profitability/stability

	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	4.1	5.0	4.6	3.4
PBR(X)	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR(X)	2.8	2.5	2.3	1.8
PSR(X)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	5.7	5.8	6.7	5.6
EV/EBIT(X)	7.2	7.7	10.0	8.3
EPS(W)	27,852	29,621	32,341	43,539
BPS(W)	253,611	275,453	299,529	332,372
SPS(W)	873,885	766,362	803,190	883,692
자기자본이익률(ROE, %)	11.5	11.2	11.2	13.8
총자산이익률(ROA, %)	4.7	4.6	4.8	6.1
투자자본이익률(ROIC, %)	8.9	9.8	7.3	8.1
배당수익률(%)	5.6	5.4	5.7	7.4
배당성향(%)	22.7	26.3	25.6	24.6
총현금배당금(십억원)	58.3	71.8	76.3	98.7
보통주 주당배당금(W)	6,500	8,000	8,500	11,000
순부채(현금)/자기자본(%)	74.8	67.4	60.2	52.5
총부채/자기자본(%)	149.1	140.2	132.1	122.0
이자발생부채	2,376	2,421	2,468	2,518
유동비율(%)	148.1	151.7	155.9	159.9
총발행주식수(mn)	9	9	9	9
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	115,500	150,900	150,900	150,900
시가총액(십억원)	1,066	1,393	1,393	1,393

Statement of financial position

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	404.8	474.5	561.0	652.8
매출채권	903.7	948.9	996.3	1,046
유동자산	2,581	2,760	2,961	3,172
유형자산	1,621	1,696	1,758	1,890
투자자산	1,023	1,075	1,128	1,185
비유동자산	3,250	3,348	3,455	3,637
자산총계	5,832	6,108	6,416	6,809
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	1,636	1,636	1,636
장기충당부채	1.4	1.4	1.8	2.2
비유동부채	1,748	1,746	1,752	1,758
부채총계	3,491	3,565	3,651	3,742
자본금	46.2	46.2	46.2	46.2
자본잉여금	195.5	195.5	195.5	195.5
이익잉여금	2,110	2,312	2,534	2,837
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,341	2,542	2,765	3,068

Cash flow statement

(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	140.1	390.8	426.6	546.9
당기순이익	257.1	273.4	298.5	401.9
+ 유/무형자산상각비	108.0	133.4	146.2	174.6
+ 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	553.8	596.8	763.1
- 운전자본의증가(감소)	-157.5	-75.8	-79.0	-91.7
투자활동 현금흐름	-56.7	-239.8	-263.5	-366.8
+ 유형자산 감소	0.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-508.8	-200.0	-200.0	-300.0
+ 투자자산의매각(취득)	31.6	-51.2	-53.7	-56.4
Free Cash Flow	-368.7	190.8	226.6	246.9
Net Cash Flow	83.3	150.9	163.0	180.1
재무활동 현금흐름	146.3	-81.2	-76.5	-88.4
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	146.3	-81.2	-76.5	-88.4
현금의증가	242.1	69.7	86.5	91.8
기말현금 및 현금성자산	404.8	474.5	561.0	652.8
기말 순부채(순현금)	1,751	1,715	1,664	1,610