



| 에너지/유틸리티 |

SK가스 (018670.KS)

돈(\$)가스 좋아하세요?

3Q24 review: 3Q24 review: 매출액 17,338억원(QoQ +5%), 영업이익 430억원(QoQ +8.4%)이 발생했다. LPG 판매실력으로 석화 판매량은 소폭 감소했으나, 산업체 판매 확대로 보완되었다. 해외 판매량은 전년도에 근접한 수준으로 회복했다. LNG 터미널(KET) 및 UGPS는 4Q부터 상업운전을 시작할 것으로 예상된다. **동사의 매출액은 24E 8.8조원, 25E 9.3조원으로 전망한다.**

Investment Point 1. 처음 뵙겠습니다, UGPS/KET입니다.

동사의 UGPS 매출액 25년 1조 417억원, 26년 1조 3,097억원(YoY+26%) 전망한다. UGPS는 대표 산업단지인 미포에 위치해 높은 배후수요를 기반으로 규모의 경제의 실현이 가능하다. 특히 동사는 경쟁사와 다르게 현물장기계약 형태로 LNG 적도입 중이며, ①높은 원가 경쟁력과 함께 기존 발전원 대비 혼합발전 방식의 ②높은 효율성으로 25년 본격 매출화가 될 것으로 기대된다.

Investment Point 2. 이거 두고 가셨어요, 배당금

동사의 복합발전소 상업운전이 25년부터 온기로 반영됨과 동시에, 주주 환원 규모 확대가 기대된다. 동사의 DPS는 24E 8,000원 → 25E 13,000원(YoY+62%)으로 전망된다. 특히, '24년 이후 배당정책 변화로 인해, 1) 배당금의 절대액 증가와 2) 자회사 순이익을 활용한 배당이 가능하다. 현재 주가 대비 25E 배당수익률은 6.21%으로, 과거 추이를 볼 때, 향후 주가 하방 지지를 견고하게 할 것이다.

Investment Point 3. 다음엔 텍사스에서 만날까요?

동사의 북미 BESS 진출로 0원 → 25E 182억원의 매출이 예상된다. 동사의 북미 BESS 사업은 '24년 말 상업 운전을 시작한다. 사업 지역인 미국 텍사스 주는 대규모 정전사태 이후 전력시장 개혁 일환으로 ESS 시설을 확대하고 있다. 특히 BESS는 재생에너지 발전의 핵심 솔루션으로 미국 내 재생에너지 발전량이 1위인 텍사스 주에서, 동사의 BESS 사업은 빠르게 성장할 것으로 전망된다.

Valuation

가치평가 방식으로 **Historical PBR method**를 채택했다. 동사에게 우호적인 매크로 상황과, 성장 동력의 실적 반영 기대감 등의 공통점을 바탕으로 PDH 사업이 본격화된 '16년도와 유사하다고 판단했다. '25년 예상 BPS 390,752원과 '16년도 평균 PBR인 Target PBR 0.83배를 산출했다.

따라서 **목표가 324,000원, 상승여력 55%, 투자 의견 "BUY"**를 제시한다.

Investment Fundamentals

FYE Dec	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	6,494	8,066	6,992	6,997	8,887
영업이익	105	390	303	253	371
순이익	249	257	316	228	345
EPS	27,005	27,852	34,267	24,676	37,374
PER	4.7	4.1	4.3	8.5	5.6
PBR	0.6	0.5	0.5	0.8	0.5
OPM	1.6	4.8	4.3	3.6%	4.2%
ROE	12.4	11.5	12.8	9.0	9.6

(십억 원, 원, 배, %)

투자 의견

BUY

목표주가

324,000원

현재주가(11.26)

209,500원

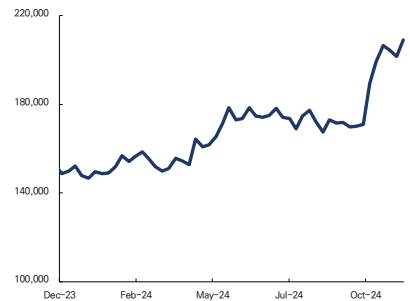
상승여력

55%

Stock Data

KOSPI(11/26)	2,520.36
KOSDAQ	693.15
시가총액	1조 9,337억원
발행주식수(주)	9,230,244
52주 최고/최저가(원)	229,500/144,900
외국인지분율(%)	6.90%
주요주주(%)	SK디스커버리 외 2인 72.33%
자사주	2.76%
주가상승률(%)	1개월 5.49% 6개월 16.70% 12개월 28.22%

Stock Price



Research Team 6

팀장	38기 김형주	Hyeongjukimm@gmail.com
	38기 최재은	cjeun3375@gmail.com
	38기 신호연	tlsgdhds3639@naver.com
	39기 김나영	nykk0303@gmail.com
	39기 채하진	hajin1233@naver.com
	39기 탁동엽	xkrehdduq@naver.com

CONTENTS

1. 산업분석	1
미국: 글로벌 에너지 산업 초읽기 시작	1
한국, 어떻게 도착할까: LNG발전은 필수불가결	4
Top Pick: SK가스(018670.KS)	7
2. 기업분석	8
3. Investment Point	13
Investment Point 1: 처음 뵈겠습니다, UGPS/KET입니다.	13
Investment Point 2: 이거 두고 가셨어요, 배당금	18
Investment Point 3: 다음엔 텍사스에서 만날까요?	23
4. Valuation	24
5. Estimation Logic	25
매출 추정	25
비용 추정	31

용어	정의
설비용량	발전소의 연간 설비 용량, 즉 발전설비를 뜻한다. UGPS의 설비용량은 1.2GW로 연간 1.2GW의 전력 생산이 가능하다는 의미며, 전력의 단위인 GW를 사용한다.
발전량	특정 기간동안 발전소가 실제 생산한 전력의 양이다. 시간 당 전력 생산량이기때, 단위는 GWh를 사용한다.
발전효율	발전원에 투입되는 에너지에 대한 발전량 비중(%)이다. 100의 에너지를 투입했을 때, 50의 전력이 생산되면, 발전효율은 50%가 된다. 동사의 UGPS 발전효율은 56.8%로 신규 진입 발전원 중 가장 높다.
이용률	실제 발전량과 발전 가능용량의 비율이며, Ready 시간이 미포함된 비율이다.
가동률	Ready 시간도 포함된 비율이다. 발전소가 실제로 출력을 낼 수 있었던 상태에 있던 시간의 비율을 뜻한다.
판매단가	한국전력에서 산정하는 전력의 소매 판매가격을 뜻한다.

1. 산업분석

1. 미국: 글로벌 에너지 산업 초읽기 시작

무탄소로 향하는 에너지산업의 여정이 현실적인 제약 속에서 변곡점을 맞이했다. 재생에너지만으로 급증하는 전력수요를 충족시키기 한계가 있고, 에너지 전환비용에 대한 부담이 가중되고 있기 때문이다. 이러한 배경 속에서 메이저 에너지 기업들은 이미 새로운 투자사이클에 진입했으며, 이번 투자의 핵심은 가스다. ①AI발 전력수요와 ②LNG 공급 증가라는 이번 에너지산업 변화의 두 축은 모두 미국이 이끈다. 미국을 중심으로 글로벌 에너지 산업의 변화를 조망해보자.

(1) 전력소비 증가율의 이례적 상황: 원인은 AI 데이터 센터

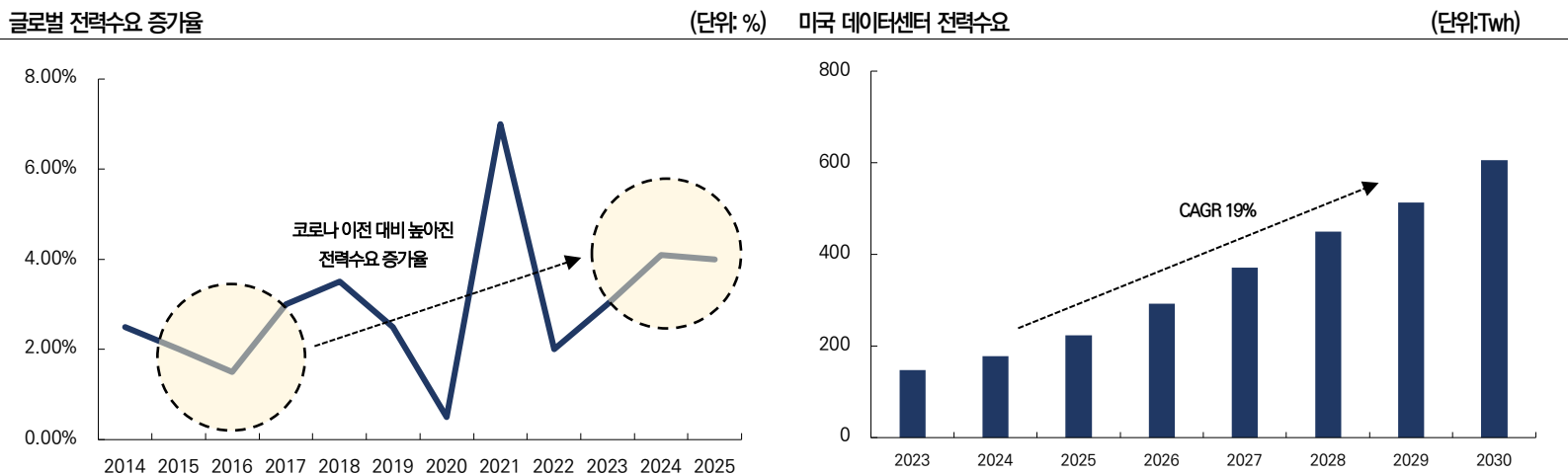
‘24~’26년 글로벌 전력소비 증가율 4.0%



미국 데이터센터 전력수요 증가

‘24년 178Twh → ‘26년 292Twh

IEA가 ‘24~’26년 글로벌 전력소비 증가율을 4.0%(← 3.4%)로 상향했다. 글로벌 전력소비 증가율은 지난 10년간 평균 2.0~2.5%로 안정적이었음을 감안하면 이례적인 상황이다. 이는 AI 및 데이터센터 확대에 따른 전력 소비량 증가에 기인한다. ‘22년 기준 전 세계 데이터센터의 전력소비량은 460TWh로 전체 소비량의 2%를 차지하며, ‘26년에는 800TWh(Base Case)로 증가할 것으로 추정된다. 특히, 데이터센터가 집중되어 있는 미국의 경우, ‘30년에는 전체 전력수요의 12%를 데이터 센터가 차지할 것으로 전망된다.



출처 : McKinsey, RFS Team 6

출처 : IEA, RFS Team 6

▶ CHECK POINT. 美 BESS 필연적 성장

AI/데이터센터 전력소비 증가하는 상황에서 미국은 ESS를 원한다. 첫째, 365일 24시간내내 가동되는 데이터센터 특성상, 전력공급이 불안정한 재생에너지의 간헐성을 보완을 위해서는 ESS가 필수적이기 때문이다. 둘째, 전기차 수요 감소로 인한 리튬 가격 하락으로 원가에 대한 부담 역시 감소했기 때문이다. 수요와 공급 양쪽 모두 미국 ESS 시장 성장을 가리킨다. 이에 따라 미국 ESS 누적설치량은 ‘22년 11GW → ‘30년 123.2GW로 가파른 성장을 전망한다.

① 재생에너지 간헐성 보완 → 필연적 수요

무탄소 에너지 전환 기조 속에서 재생에너지와 함께 ESS에 대한 투자는 필연적이다. 신규 투자되는

미국 신규발전 80%가 신규발전
⇒ 백업전원인 ESS로 간헐성 해소

발전원의 대부분은 재생에너지로, '19~'23년 미국 신규 발전의 80%를 차지한다. 전력은 생산되는 동시에 소비되어야 한다. 따라서 수요를 정확히 파악하고 그에 맞추어 공급이 이루어져야 한다. 그러나 재생에너지는 계절, 날씨에 따라 발전량이 간헐성을 가지므로 공급량 조절이 어렵다. 백업 전원의 역할을 할 수 있는 ESS가 요구되는 이유이다.

② 리튬가격 하락 → 원가부담 감소

ESS는 저장방식에 따라 배터리형(BESS), 양수형(PHS), 압축공기형(CES)으로 나뉘는데 발전용으로는 주로 BESS가 사용된다. BESS의 리튬이온 배터리 가격은 '13년 787\$/kWh → '24년 '194\$/kWh로 하락하였다. 특히, '22년 이후 리튬가격 하락 → LFP 양극재 가격하락의 흐름은 리튬이온배터리 가격의 하방압력으로 작용하여 당분간 낮은 원가로 인한 ESS 기업의 고수익성은 지속될 것으로 전망한다.

발전용 ESS는 배터리형이 대부분
⇒ 배터리가격하락은 ESS 수익성 개선

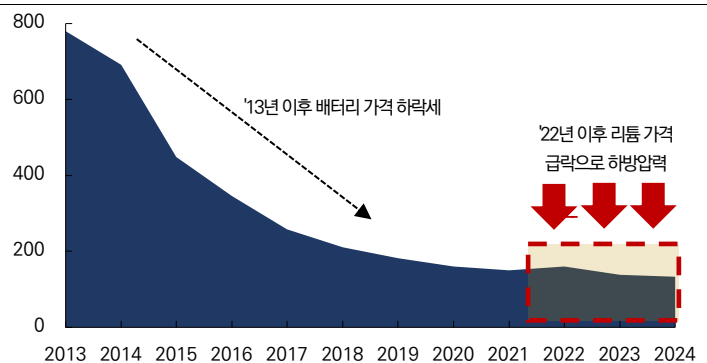
미국 ESS 누적 설치량 전망

(단위: GW)



리튬이온 배터리 가격 추이

(단위: \$/kWh)



출처: Statista, RFS Team 6

출처: BNEF, RFS Team 6

(2) LNG 공급도 증가 중

글로벌 LNG Capa는 '23년 474 MTPA → '28년 666.5 MTPA(+40%)로 빠르게 늘어날 것으로 전망된다. 글로벌 LNG 공급을 이끄는 건 '23년 세계 최대 LNG 수출국이 된 미국이다. '16년 첫 LNG 수출 터미널 가동 이후, 현재 총 92.3MTPA 용량의 7개의 LNG 시설이 가동 중인 미국은 이미 진행중인 LNG 프로젝트만으로 '23년 92.3MTPA→'28년 172MTPA (+79.7Mtpa)의 공급능력 증가가 예상된다. 이는 '28년 까지 각각 공급능력이 48 MTPA 추가, 7MTPA 감소하는 카타르, 호주 대비 상당히 빠른 증가이다.

LNG 공급의 급격한 증가는 러시아-우크라이나 전쟁 이후 유럽에서 LNG 수요가 급등해 막대한 현금흐름을 창출한 미국의 LNG 수출 기업들이 투자를 확대했기 때문이다. 다만, 유럽 LNG 수요가 다시 감소하고, 글로벌 LNG 수입 1위인 중국이 시베리아 파이프라인 가동함에 따라 '30년까지 러시아산 PNG 수입량 +286% 증가가 예상된다. 이에 따라 본리서치팀은 '24년이 LNG 공급과잉 국면의 원년이라고 판단한다.

11월 美 대선에서 트럼프의 당선 역시 이번 공급과잉 Cycle 확대에 긍정적이다. 'America First'를 외치는 트럼프 행정부는 수출을 통한 무역수지 개선을 원하며 핵심 수출품으로 원유/천연가스를 내세운다. 취임 즉시 에너지부의 수출 승인 대기중인 4건의 LNG 사업 허가가 추진될 것으로 보이며, 이를 통해 LNG 공급과잉은 가속화될 것으로 전망한다.

미국 진행중인 LNG 프로젝트
⇒ '23년 92.3MTPA→'28년 172MTPA

중국-러시아 파이프라인 가동
⇒ LNG 공급 과잉 국면

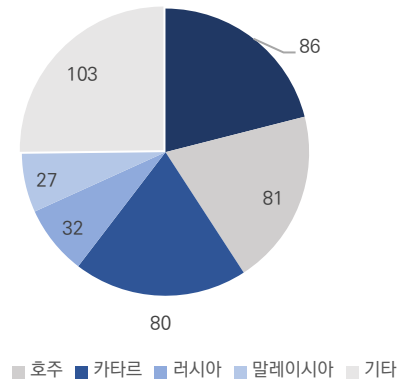
수출 대기 중인 미국 터미널

(단위: 개/Mtpa)

'23년 국가별 LNG 수출 비중

(단위: Mtpa)

Project name	Train	Capacity (Mtpa)	Date	Location	Project status
Sabine Pass	6	5.76	May-16	LA	Commercial operation
Cove Point	1	5.75	Apr-18	MD	Commercial operation
Elba Island	2	1.37	Sep-19	GA	Commercial operation
Corpus Christi	3	6.1	Mar-19	TX	Commercial operation
Cameron	3	4.99	Jul-19	LA	Commercial operation
Freeport	3	6.02	Nov-19	TX	Commercial operation
Calcasieu Pass	2	6	May-22	LA	Commercial operation
Golden Pass	3	6.03	2025	TX	Under construction
Plaquemines	2	12	2026	LA	Under construction
Port Arthur	1	13.5	2027	TX	Under construction
Rio Grande	3	5.87	2027	TX	Under construction



출처: Clarkson, RFS Team 6

출처: IEEFA, RFS Team 6

▶ CHECK POINT. 다운스트림 & 미드스트림

가스 발전의 우수성

- ① 낮은 원가부담
- ② 짧은 건설기간



미국 가스발전 신규투자

'23년 45GW → '24년 55GW



다운스트림&미드스트림 수혜

미국발 LNG 공급 증가로 인한 수혜가 예상되는 다운스트림과 미드스트림 기업에 집중할 것을 제안한다. '30년까지 지속될 LNG의 공급과잉 국면에서 LNG 가격의 하향 안정화가 예상되며, 이는 LNG를 수입하는 다운스트림과 미드스트림 기업 입장에서 원가 하락 요인이므로 수익성 개선이 기대되기 때문이다.

⇒ 다운스트림은 ...

시발 전력수요 증가, 에너지 전환 비용 부담 가중으로 가스발전의 우수성이 부각되고 있다. ①LNG 공급 과잉으로 원가에 부담이 낮으며 ②건설기간이 2~3년으로 짧아 원전(SMR)대비 뛰어난 적시성 때문이다. 이에 '17~'22년 평균 25GW였던 미국 가스발전 신규투자는 '23년 45GW → '24년 55GW로 늘어날 전망이다. 전방에서는 전력수요 증가로 Q가 증가하는 상황에서 후방에서 LNG 투자사이클로 원가(C)가 감소하는 가스발전이 이번 에너지 산업 변화의 최대 수혜자가 될 것으로 판단된다.

⇒ 미드스트림은 ...

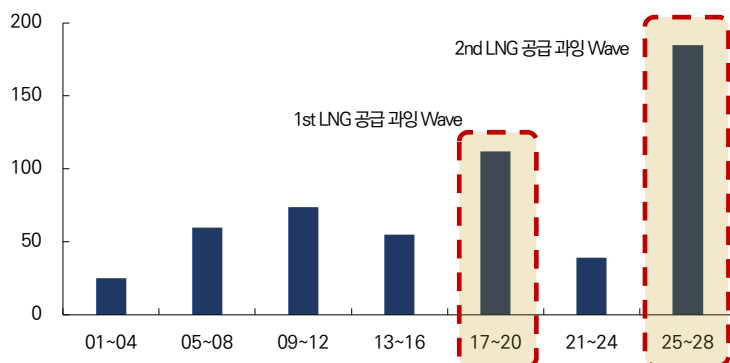
전방이 가스생산과 소비를 늘리는 상황 속, 가스 미드스트림 기업도 주목해야 한다. Fee-based로 요금을 수취하는 미드 특성 상 가격민감도가 낮아 기업 이익의 핵심이 물동량(Q)증가에 있기 때문이다.

글로벌 LNG Capa 순증가량

(단위: Mtpa)

미국 가스발전 신규투자

(단위: GW)



출처: IEA, RFS Team 6

출처: IEEFA, RFS Team 6

2. 한국, 어떻게 도착할까: LNG발전은 필수불가결

앞서 새로운 국면을 맞이한 미국 에너지 산업에 대해 알아보았다. 그러나 우리의 관심사는 미국에서 수입한 천연가스를 통해 **기업이 어떻게, 얼마나 수익을 창출해낼 수 있는지에 있다**. 이를 명확히 이해하려면 천연가스가 국내에 도입되는 과정, 에너지 시장에서 전력 시장으로 넘어가는 과정, 그리고 전력이 거래되는 구조를 면밀히 살펴볼 필요가 있다. 미국에서 시작된 천연가스의 여정이 우리나라 전력 시장에 이르기까지의 복잡한 과정을 하나씩 따라가보자.

(1) 가장 먼저 맞이하는 에너지 시장

천연가스 생산·수송·소비 단계

1) 업스트림

2) 미드스트림

① 한국가스공사를 통한 공급

② LNG 민간 직도입

3) 다운스트림

천연가스의 생산·수송·소비는 업-미드-다운으로 구분된다. 업스트림은 매장된 천연가스의 탐사 및 생산, 미드스트림은 천연가스의 보관 및 운송, 다운스트림은 천연가스를 유통하고 판매하는 과정을 일컫는다. 우리나라는 천연가스를 전량 수입에 의존하고 있어 **업스트림**을 영위하는 기업은 거의 존재하지 않는다.

미드스트림 단계에서 LNG 도입은 ①**한국가스공사를 통한 공급**과 ②**민간 직도입** 두 가지로 나뉜다.

①**한국가스공사**: LNG 수입 터미널 운영사업을 과점하고, 배관 운영 및 도매 판매를 독점한다. 국가 에너지 안보를 최우선으로 하여 유가 연동 장기계약 방식으로 LNG를 수입한다.

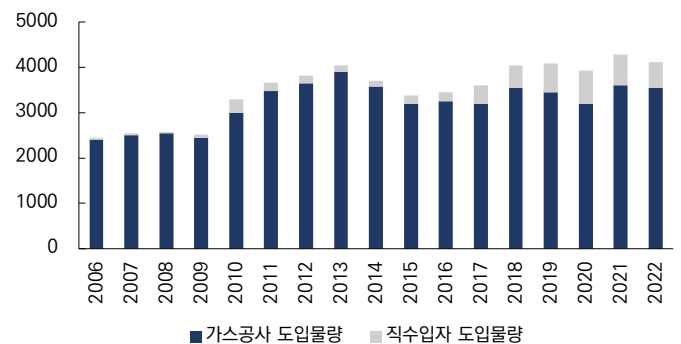
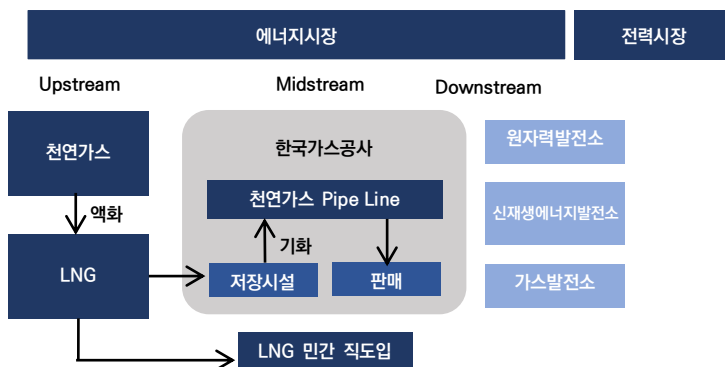
②**직도입**: 한국가스공사와 달리 현물시장 비중을 높여 유연한 구매가 가능해 상대적으로 저렴한 가격으로 도입이 가능하다. 이를 통해 원가 경쟁력을 확보하며, 특히 대량 수요자들에게 유리한 방식으로 자리 잡고 있다.

다운스트림은 천연가스를 최종 소비자에게 전달하는 과정 전반을 일컫는다. LNG는 이 단계에서 재기화 과정을 거치는데, 운반된 천연가스가 온도가 낮아 발전소나 일반 가정에서 바로 사용하기 어렵기 때문이다. 기화된 천연가스는 배관망을 통해 PNG 형태로 발전소, 산업체, 가정 등으로 공급되어 전기 생산 원료, 냉난방 연료 등으로 사용된다.

국내 에너지 시장 밸류체인 구조

자가소비용 직수입 증가 추이

(단위:만톤)



출처: RFS Team 6

출처: 한국무역협회, 산업부, RFS Team 6

(2) 다음 단계는 국내 전력시장의 Value Chain

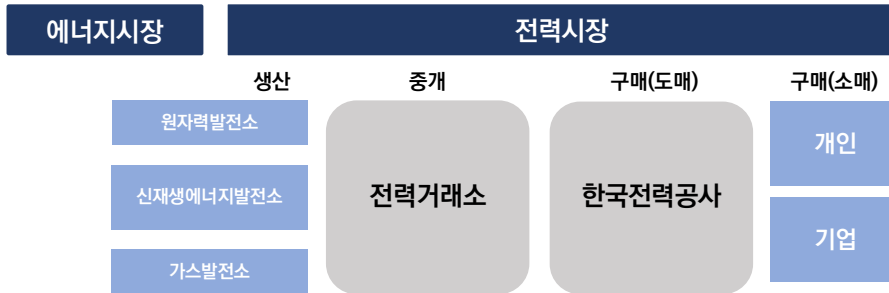
전기는 **생산과 소비가 동시에 이루어지며, 저장이 불가능한 재화**이다. 따라서 안정적인 전력 공급을 위하여 적정 수준의 예비 설비 확보가 필수적이다. 이러한 전기의 특성 때문에 전력의 생산·중개·판매의 과정은 유기적으로 움직인다.

- ①생산: 한전 발전사 6개와 민간 발전사
- ②중개: 전력거래소
- ③판매: 한국전력공사 독점

모든 전력 거래는 전력시장을 통해 진행되며, 이는 **전력거래소**가 운영한다. 전력거래소는 **전력시장 운영규칙**에 따라 시장을 운영하고 **전력을 판매하는 발전회사와 전력을 구매하는 판매회사를 중개하여 전력의 거래가격과 거래량을 결정**하는 역할을 한다. **발전 부문**에서는 **한국전력공사의 발전사회사 6개와 민간발전사가 서로 경쟁하며, 송전, 변전, 배전 부문은 한전이 독점적으로 최종소비자들에게 판매한다.**

국내 전력시장 밸류체인 도식화

한전 지회사 특징



회사명	특징
한국수력원자력	국내 전력 공급의 약 30%.
한국남동발전	다섯개 발전소에서 우리나라 전력 공급량의 약 10% 공급.
한국중부발전	주로 화력 발전. 세계 최초 도심 지하에 LNG복합발전소 준공.
한국서부발전	국내 발전설비용량의 약 9%. 주로 화력발전. 연료 모두 LNG.
한국남부발전	6개의 화력발전소와 제주, 태백에 풍력발전소 운영.
한국동서발전	국내 총 발전설비 용량의 11.2% 6개 발전소 운영. 주로 화력 발전

출처: RFS Team 6

출처: 한국전력공사, 각 사, RFS Team 6

(3) 전력시장은 전력의 가격이 결정되는 곳

- 전력시장은 ...
- 가. 강제적전력시장
- 나. 하루전시장
- 다. CBP시장

모든 전력거래는 전력시장을 통해서만 가능하기 때문에 **강제적전력시장(Mandatory Pool)**이다.

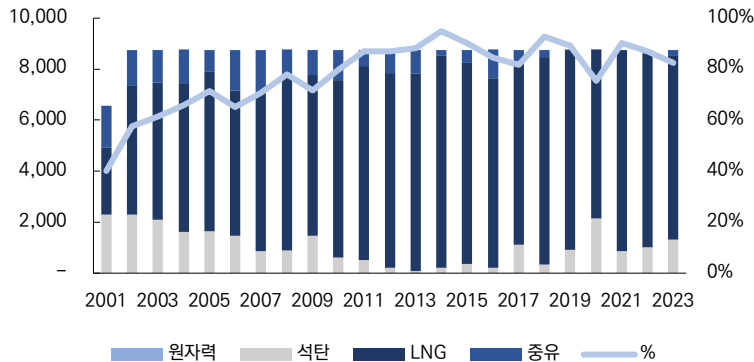
우리나라의 전력시장에서는 실시간으로 전력을 사고 파는 것이 아니라, **다음 날 필요한 전력량을 미리 예측하고 그에 따른 전력 가격이 하루 전에 결정된다.** 이 때문에 전력 시장은 **하루전시장(Day Ahead Market)**으로 불린다. 전력 도매 시장에서 전력 가격은 수요와 공급의 균형점에서 결정되는 원리로, 일반 재화의 가격 결정 방식과 동일하다. 즉, 전력의 가격은 **하루 전 예측된 전력 수요와 발전사들의 발전 공급 입찰이 만나는 지점에서 산출된다.**

전력시장은 **발전변동비에 기초하여 전력거래 가격이 결정되기 때문에 변동비 반영 시장, CBP시장(Cost Based pool)**이라고도 불린다. 공급 입찰에 참여한 발전기의 변동비를 낮은 순서대로 발전기를 가동해 필요한 양만큼의 전기를 생산한다. **이때 사용되는 가장 높은 발전기의 발전 비용을 해당 시간대의 시장가격으로 결정한다.** 이때 가동된 발전기를 한계가격결정 발전기, 한계가격결정 발전기가 전기를 생산한 가격을 **계통한계가격(SMP)**라 칭한다.

- LNG발전의 SMP 결정 횟수 비중
- 평균 89%, 최대 100%
- => LNG발전의 연료비용과
- 국내 발전시장 SMP 유사한 추이

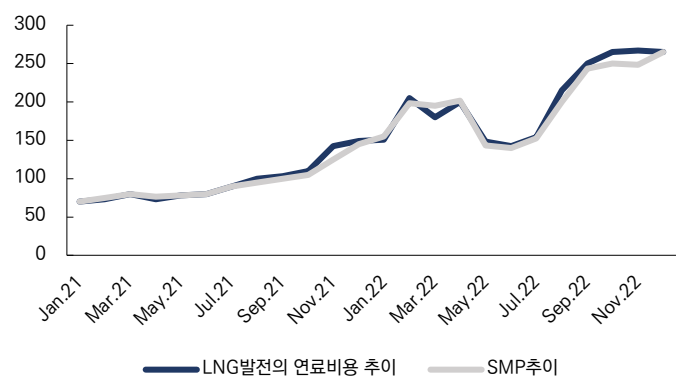
국내 SMP는 주로 LNG발전이 결정한다. 앞서 말했듯 SMP는 변동비에 기초하며 원자력-석탄-LNG-중유 순으로 발전 변동비가 낮다. 이에 따라 기저발전인 원자력과 석탄이 우선적으로 가동되고, 이후 충족되지 않는 수요는 LNG 및 중유 발전으로 채워진다. LNG발전의 SMP 결정 횟수 비중을 보면, LNG 발전이 SMP 결정 비중의 평균 89%를 차지한다. 이로 인해 **LNG발전의 연료비용과 국내 발전시장 SMP가 유사한 추이**를 띤다.

LNG발전의 SMP결정횟수 및 비중 추이



LNG발전의 연료비용과 SMP추이 ('21~'22년)

(단위:Kwh/원)



출처 : 한국전력공사, RFS Team 6

출처 : 한국무역협회, 산업부, RFS Team 6

(4) 11차 전력수급기본계획 : 왜 LNG인가

LNG = 현재 가장 현실적이고
유효한 브릿지 발전원

본 리서치팀은 국내 에너지 수급 안정화와 전력 설비 확충 과정에서 LNG가 가장 현실적이고 유효한 브릿지 발전원으로 작용할 것으로 전망한다. 이는 재생에너지의 변동성과 신규 원전 설비 상용화의 지연이라는 불확실성을 고려할 때, 에너지 전환의 중간 단계에서 필수적인 역할을 할 것으로 판단된다.

2023년 수립된 10차 전력수급기본계획에서는(이하 전기본) 러시아-우크라이나 사태로 촉발된 글로벌 에너지 공급망 불안정을 반영해 안정적인 전력수급을 정책 최우선 과제로 설정했다. 이를 위해 1)원전의 역할이 재조명되었으며 2)노후 석탄 발전을 대체할 방안으로 LNG 발전이 제시되었다. 그러나 과도한 LNG 발전 용량 확대는 장기적인 에너지 전환 목표와 상충된다는 점에서 신중한 접근이 요구되었다.

36년까지의 신규 필요설비 물량
10차 4.1GW→11차 6.2GW : 51% 상승

- ① 반도체 산업
- ② 데이터 센터

에서 기인한 추가 전력 수요

하지만 2024년에 발표된 11차 전기본에서는 10차에 비해 늘어난 신규 필요설비 물량에 대한 내용과 발전 부문에서 LNG의 역할을 강조하는 구체적인 수립 방향이 제시되었다. 36년까지의 신규 필요설비 물량은 10차 전기본 누적 4.1GW→11차 전기본 6.2GW로 약 51% 증가했으며, 38년까지 10.6GW의 추가설비가 필요한 상황이다. 이러한 신규필요설비 물량은 추가전력수요로부터 기인하는데 1)반도체 클러스터 조성 등으로 향후 투자 급증이 예상되는 반도체 산업과 2)AI의 확산으로 큰 폭 증가가 예상되는 데이터 센터로 인한 여파이다.

반도체 산업과 데이터 센터의 핵심은 꾸준한 전력공급이다. 11차 전기본에서는 이러한 신규필요 설비를 충당하기 위한 방안으로 ①대형 원전과 소형 모듈형 원자로(SMR), ②LNG 열병합 설비가 제시되었다.

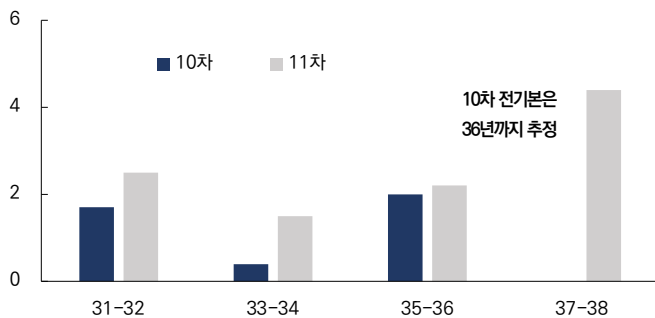
① 대형 원전과 SMR: 단기적으로 신규 원전 설비는 실현 가능성에 한계가 있다고 판단한다. 신규 대형 원전의 건설은 평균 167개월이 소요되며, 이에 따라 신규 원전 설비는 38년에야 본격적으로 가동될 것으로 예상된다. SMR 또한 36년에 상용화 실증 1기를 반영하기 때문에 상용화 될 때까지의 기간은 약 10년 이상이 걸린다.

② LNG: 원전과 신재생에너지의 불확실성을 감안할 때, LNG는 비교적 신속히 도입할 수 있는 현실적 대안으로 판단된다. LNG는 기존 석탄 발전소의 빠른 대체와 안정적인 전력 공급을 동시에 충족할 수 있는 방안으로서, 중장기적으로도 유연한 에너지 전환 전략의 핵심 역할을 할 것으로 전망된다.

신규 필요 설비 충당 방안

- ① 대형 원전, SMR : 단기 실효성 X
- ② LNG : 현실적 대안, 핵심 역할

신규 필요설비 전망 추이(10차, 11차)



원자력, LNG 발전소 비교 및 전기본 발전량, 발전비중

발전소 유형	발전소명	발전용량	착공년도	상업운전	건설소요기간
원자력	신고리 5호기	1400MW	2016	2024	8년
원자력	신고리 6호기	1400MW	2017	2025	8년
원자력	신한울 2호기	1400MW	2010	2024	14년
LNG	포천천연가스	1800MW	2019	2021	2년
LNG	통영 LNG발전	1300MW	2020	2023	3년

구분	원자력	석탄	LNG
9차	147(25%)	175.8(29.9%)	137(23.3%)
10차	201.7(32.4%)	122.5(19.7%)	142.4(22.9%)
11차	204.2(31.8%)	111.9(17.4%)	160.8(25.1%)

출처 : 한국에너지기술연구원, RFS Team 6

출처 : 언론종합, 한국에너지기술연구원, RFS Team 6

Top Pick: SK가스(018670.KS)

현재의 글로벌 에너지 산업의 패러다임은 미국에서 시작된 LNG 공급량 증가와, 전력수요 급증이며, 이러한 전지구적 흐름 속에서 한국 역시 제 11차 전기본을 통해 LNG로의 중기전환 흐름을 함께함을 앞서 확인했다. 넷제로를 향한 브릿지원으로서 천연가스의 중요성이 자명해진 현재, 국내 천연가스 밸류체인 중 특히나 **미드-다운스트림에 주목**해야 한다. ①LNG 공급 증가로 P 하락으로부터 자유로우며, ②LNG와 전력의 동반 Q 확장의 수혜가 가능한 곳은 터미널과 발전소에 대한 노출도가 높은 산업이기 때문이다.

따라서, 본 리서치팀은 다음과 같은 이유로 **국내 에너지/유틸리티 최선호주 SK가스** 제시한다.

▶ 미국 에너지 산업의 확장 국면에 대해 사업 노출도가 가장 높다는 점

SK가스의 미국향 노출은 크게 두가지다. 첫째 저렴한 미국산 LNG 구매가 가능한 직도입 발전사라는 점, 둘째 LNG 물동량 증가를 온전히 흡수 가능한 국내 최대의 LNG터미널을 보유하고 있다는 점, 마지막으로 북미 본토 내 ESS 사업장을 영위해 미국의 전력수요 증가를 직접적으로 대응할 수 있다는 점이다.

▶ 이익과 배당의 동반 성장이 이뤄지는 기업이라는 점

본래, 고정자산 설비가 중요한 유틸리티 특성 상, 투자자에게 높은 배당을 지급하는 경우가 많다. 그러나 주주 비우호적 환경 속, 동사의 DPS(배당성향)은 꾸준히 성장해왔으며 '25년 매출 다각화를 통한 이익 창출은 주주에게 환원될 예정이다. 투자자 입장에서 이익과-배당의 선순환은 매우 중요한 관점이며, 해당 측면에서 동사의 주주친화적 행보 역시 유의미한 투자포인트라 판단한다.

따라서, 후술할 투자포인트에서는 현재의 패러다임 전환 속 동사의 새로운 성장동력을 톺아보고자 한다.

①울산GPS/KET 상업화 시작으로 매출화 시작, ②텍사스 ESS 부문 개시로 매출 채널 다각화, ③이익의 성장을 온전히 반영하는 DPS 확대, 총 세가지 투자포인트로 나누어 '25년부터 완전히 달라질 동사의 페이스리프트(Facelift)를 하나씩 살펴보고자 한다.

2. 기업분석

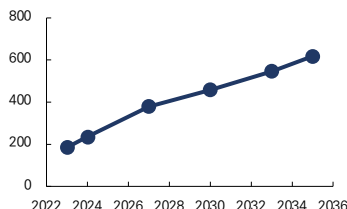
(0) 발전원 분석

발전원

LPG: 가정용, 수송용

LNG: 발전소, 도시가스

글로벌 ESS 시장 전망



동사는 다양한 에너지원의 발전과 트레이딩 사업을 영위하고 있으며, 에너지 저장 시스템을 통해 전력망 안정화에도 기여하고 있다. 주요 에너지원은 LNG와 LPG로 구분되며, 여기에 ESS를 더해 각 에너지의 특성과 활용성을 비교 분석해보고자 한다.

① **LPG(액화석유가스)**: LPG는 동사의 핵심 사업 에너지원으로, 석유화학용, 수송용, 가정상업용, 산업용 등 다양한 수요처에서 사용된다. **3Q24 기준 국내 LPG 수요는 석유화학용 55.7%, 수송용 20.4%, 가정상업용 13.1%, 산업용 및 기타 10.8%**로 구성된다. 수송용 LPG에서는 화물트럭, 택시, 상업용 차량 등에 주로 사용되며, 석유화학용 LPG에서는 석유화학 공정에서 원료로 활용되며 국내 전체 수요의 절반 이상을 차지한다.

② **LNG(액화천연가스)**: LNG는 동사가 최근 확장하고 있는 주요 에너지원으로, **발전소 연료, 산업용 에너지, 도시가스 공급** 등 대규모 에너지 수요를 충족하는 데 사용된다. 국내 LNG 사용의 대부분이 발전소에서 소비되며, 산업용으로는 공정 연료 및 열원으로 사용되고, 가정 및 상업용으로 도시가스 공급망을 통해 분배된다.

③ **ESS(에너지 저장 시스템)**: ESS는 전력 수요와 공급의 불균형을 조절하여 전력망 안정성을 높이는 시스템으로, 최근 **재생에너지의 변동성을 보완하기 위해 수요가 급증**하고 있다. ESS는 주로 피크 전력 수요에 대응하거나 전력망 안정화를 목적으로 활용된다. 주로 한국전력공사와 같은 공공기관에서 재생에너지 연계 및 송전망 보조 목적으로 사용된다.

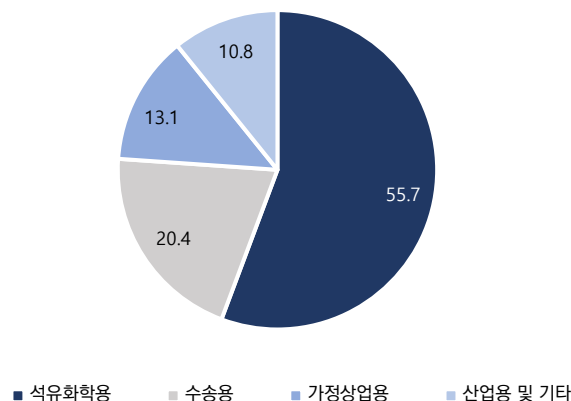
이러한 에너지원들은 각각 다른 특성과 장단점을 가지고 있으며, 동사는 이를 적절히 활용해 사업 포트폴리오를 다각화하고 있다. 특히, LPG를 중심으로 한 기존 사업에 LNG와 ESS를 결합하여 에너지 시장에서의 경쟁력을 지속적으로 강화할 것으로 전망된다.

LPG와 LNG 비교

3Q24 기준 국내 LPG 수요

(단위: %)

특성	LPG	LNG
원료	석유 정제 부산물 (프로판, 부탄)	천연가스 (주로 메탄)
주요 용도	가정용(취사/난방), 수송용(택시/화물차), 석유화학 원료	발전소 연료, 도시가스, 산업용 연료
환경 영향	60년대부터 사용된 대표적인 화석연료로, 온실가스 배출 높음	CO ₂ 등 오염 물질 배출이 적어 친환경 연료로 주목받음.
가격	LNG보다 1.5~2배 높은 가격	LPG보다 저렴한 가격



(1) 사업부 분석

즉, 동사는 LPG 유통 및 판매, LPG 트레이딩, LNG 및 전력 사업 등 다양한 에너지 사업을 영위하는 종합 에너지 기업이다. 안정적인 유통망과 글로벌 트레이딩 역량을 바탕으로 기존 사업을 확장 중이며, 세부 사업부 현황은 아래와 같다.

▶가스사업부: 3Q24 매출액 50,575억원

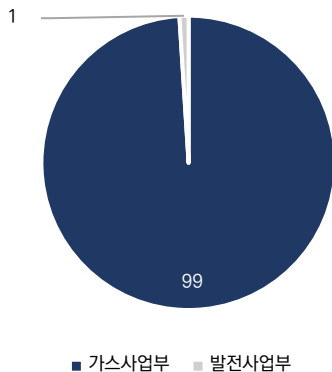
LPG 유통: 3Q24 매출액은 27,890억원이며, 가스사업부 매출의 약 55%를 차지한다. 울산과 평택에 위치한 LPG 수입 터미널과 전국적인 판매유통망을 통해 LPG를 안정적으로 공급하고 있으며, 가스화학 밸류체인 구축과 산업용 신규 수요 발굴을 통해 국내 LPG 산업의 영역 확장 중이다.

LPG Trading: 3Q24 매출액은 22,685억원이며 가스사업부 매출의 약 45%를 차지한다. 동사는 중동과 미국 등 주요 수입국으로부터 LPG를 조달하며, 국내는 물론 일본과 중국 등 아시아 주요 시장으로 수출하고 있다. 글로벌 LPG 수급 상황에 유연하게 대응하며, 국제 시장에서의 입지를 강화하고 있다. 트레이딩 사업은 동사의 글로벌 역량을 확장하는 주요 성장 동력이다.

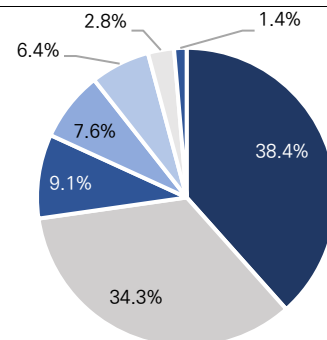
▶발전사업부: 3Q24 매출액 537억원

LNG 및 전력 사업: 주요 종속회사인 울산지피에스(주)를 통해 **LNG/LPG 가스복합화력발전 사업을 추진**하고 있으며, **2024년 말 상업 가동**을 앞두고 있다. LNG 수입 및 저장 인프라 구축을 통해 LNG 사업을 확대하고 있으며, 이를 기반으로 전력 생산 및 공급 사업을 추진한다.

사업부별 매출 비중



(단위: %) LPG 시장 점유율



(단위: %)

출처: Dart, RFS Team 6

출처: 언론종합, RFS Team 6

▶동사의 Midstream-Downstream 구조

업스트림-미드스트림-다운스트림에 대한 에너지 시장 구조는 앞서 확인했다. 이제 동사의 미드스트림-다운스트림의 세부 구조를 알아보도록 하겠다.

①**미드스트림**: 동사의 미드스트림 사업구조는 크게 세 가지다. **LPG 저장 및 운송, LPG 트레이딩, LNG 터미널**로 구분된다.

②**다운스트림**: 다운스트림은 에너지를 최종 소비자에게 전달하는 단계다. LPG는 **유통망을 통해 가정, 산업, 수송 분야로 공급**되며, LNG는 저장 및 운송 과정을 거쳐 발전소와 산업체로 전달되는 것이 일반적이다. 상세 내용은 아래 표와 같다.

미드스트림 사업 구조

업스트림 (탐사 및 생산)	미드스트림 (운송 및 저장)	다운스트림 (소비자 판매)
천연가스 전량을 수입에 의존 주로 미국에서 천연가스 탐사 및 생산	LPG 저장 및 운송 울산, 평택 총 47만 톤 규모 LPG 저장 시설 ↓ 국내 가정, 산업, 석유화학 등 다양한 수요처	LPG 판매 가정용, 산업용, 수송용 '23년 기준 국내 시장 점유율 38.4% 발전 사업 울산 GPS(LNG/LPG 듀얼, '24년 말 상업운전 예정)
	LPG 트레이딩 주요 수입국: 중동, 미국 주요 수출국: 일본, 중국 미국과 싱가포르에 있는 현지 법인을 활용 보פק(싱가포르) 4만 톤 LPG터미널 운영	
	LNG 터미널 울산 KET: 405만 배럴 임대사업으로 안정적 수익원 확보 LNG 트레이딩, 발전 연계로 활용 극대화	

출처: Dart, RFS Team 6

(2) 비즈니스 모델

동사의 주요 수익원은 ①LPG 유통 매출과 25년 본격적 발생하는 ②가스복합 발전이다.

▶LPG 유통 매출은 “LPG 판매량(Q) x 판매단가(P)”로 산출된다.

동사 LPG 유통산업은 [마진 = 판매가격 - 수입가격]의 구조다. 스프레드를 통한 안정적인 마진구조를 가진다. 동사의 3Q24 LPG 매출은 1.7조원(QoQ +5%)이며, LPG 판매량은 1.8백만톤(QoQ +2.1%)으로 세전이익률 4.2%를 달성했다.

① LPG 수입 (CP 가격)

(국내 및 중동, 미국 수입)



② 국내 저장 시설

(울산, 평택 저장시설)



③ 내수 및 해외 수출

(LPG 수입가격 + 공급비용 + 제세공과금)

①주요 수입처: 국내에서는 정유사의 원유 정제 공정이나 석유 화학 공정에서 부산물이나, 중동지역과 미국 등 LPG Trading 시장을 통해 LPG를 조달하고 있다.

②LPG 수입가격: CP 가격을 따르며, 이는 사우디 Aramco사가 원유 가격 및 현물 가격을 감안하여 내 부적으로 결정한 LPG 판매가격이다. 동사의 3Q24 LPG 수입가격은 톤당 584달러이다. CP가격은 중 동 수출국도 동일하게 적용되며, 동아시아 시장에서 기준가격으로 통용된다.

③저장시설 및 유통처: 수입된 LPG는 당사의 LPG 저장기지를 통해 수요처에 공급된다. 울산 저장시설 (석유화학 및 산업용, 27만톤)과 평택 저장시설(가정상업 및 수송용, 20만톤)에 저장된 LPG는 유통망을 통해 LPG 충전소, 석유화학업체, 산업체 등 국내 수요처(46%)나, 해외 바이어(54%)에게 장기계약 또는 시장가로 판매된다.

④LPG 판매가격은 ‘LPG 수입가격 + 국내 공급비용 + 제세공과금’으로 산정된다. 최종 판매가격은 매 입 시점의 환율, 도입 비용, 운송비, 적정 이윤 등을 반영하여 결정된다. 매출액 대비 판매량의 계산을 통한 동사의 3Q24 LPG 판매가격은 톤당 652달러(마진을 11%)로 추정된다.

마진에 영향을 미치는 주요 요인에는 1) 환율 변동과 2) LPG 가격의 변동이 있다. 이 두 가지 요인은 글로벌 매크로 환경에 영향을 받는다. 이에 따라 동사는 Forward 거래를 통해 외화 부채/자산에서 발생할 수 있는 환율 리스크를 헷지한다. 따라서 동사는 파생상품손익이 반영된 세전이익이 핵심 지표다.

복합 발전소 매출

→ 전력량 요금(EP) + 용량요금(CP)

전력량요금(EP) 산정

1) 시간대별 전력 수요 예측

2) 연료비 기준 운영발전계획 수립

3) SMP 산출 및 정산

▶복합발전매출은 “전력량요금(EP) + 용량요금(CP)”으로 산출된다.

현재 국내 전력도매시장은 「전기사업법」을 근거로 변동비반영시장(CBP)체제를 운영하고 있다. 이는 변동비(발전원가)가 낮은 발전기부터 순서를 정해 발전계획을 수립하며, 변동비가 가장 높은 발전기의 변동비(시장가격)를 기준으로 보상하는 구조를 가지고 있다.

전력시장 구조는 발전회사 → 전력거래소(KPX) → 한국전력 → 최종소비자로 구성 되어있다.

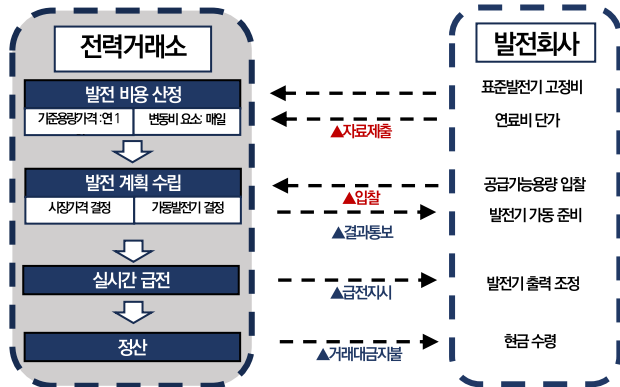
동사의 매출은 에너지원(LNG, 석탄 등)을 활용하여 생산된 전기를 전력거래소를 통해 한국전력에 판매하면서 발생한다. 이때 한국전력이 지불하는 전력도매요금을 계통한계가격(SMP)이라고 한다. SMP은 변동비(연료비)만을 보상해주는 가격이며, 여기에 실제 발전량을 곱한 금액을 전력량요금(EP)이라고 한다. 발전소 건설비용 및 운영비용과 같은 고정비를 보상하기 위해 별도로 용량요금(CP)이 존재한다.

[전력량요금(EP) 산정 방식]

전력거래소는 거래일 하루 전, 전력 수요를 예측하며, 과거 수요 실적 및 기상 자료를 활용해 1) 시간대별 전력 수요를 산출한다. 발전사들은 공급 가능 용량을 바탕으로 입찰을 진행한다. 거래소는 발전기별 비용 자료(월 1회) 및 입찰 자료를 바탕으로 최소 비용으로 전력 계통 수요를 충족할 수 있는 2) 운영발전계획을 수립하며, 이 과정에서 시간대별 SMP가 결정된다. 수립된 발전계획을 바탕으로 실시간 급전이 이루어진다. 계량된 발전량에 따라 시간대별로 적용된 3) SMP를 기준으로 대금을 정산하고 결제한다.

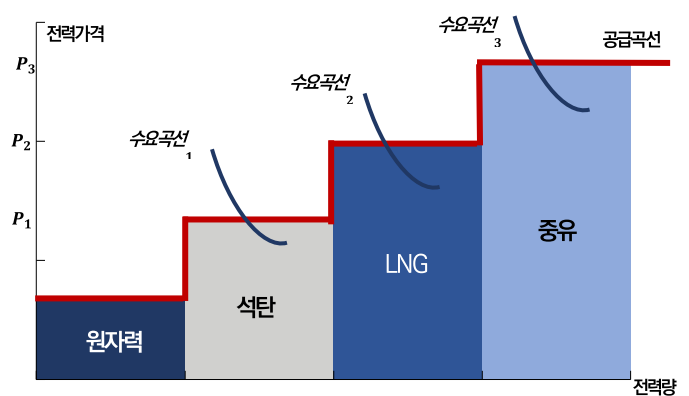
각 발전기의 입찰은 원자력 → 석탄 → LNG → 중유 순으로 나열되어 공급 곡선을 구성한다. 시간대별로 예측된 수요와 공급 곡선이 만나는 지점에서 SMP가 결정된다.

SMP 산출 과정 도식화



출처 : RFS Team 6, 전력거래소

연료 별 SMP 결정 도식화



출처 : RFS Team 6, 전력거래소

[용량요금(CP) 산정 방식]

기준용량가격 (base)

x 지역별 계수

x 시간대별 계수

x 성과연동형 가격 계수

= 용량요금(CP)

국내 전력시장에서는 발전소의 투자비와 운전유지비 등 고정비를 회수할 수 있도록 용량요금(CP) 제도를 운영하고 있다. 용량요금이 지급되는 이유로는 급전지시를 받지 못한 발전소의 고정비 및 유지비 지급을 통해 1) 발전소 운영 동기를 부여하고, 다수의 발전소가 안정적으로 건설·운영될 수 있도록 지원하여, 2) 국가 전력 공급 준비 상태를 안정화하기 위함이다.

2023년 7월부터 용량요금 정산은 기준용량가격(RCP), 지역별 용량계수(RCF), 시간대별 용량계수(TCF), 성과연동형 용량가격계수(PCF) 등 4가지를 곱해서 산출되고 있다.

용량요금(CP) 기준용량가격 및 계수

구분	연도	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BASE	기준용량가격(원/kWh)	11.48	11.60	11.90	12.07	12.05	12.65	13.59
(x)	지역별 용량계수(RCF)	공급용량계수 : (육지) 0.888 (제주) 1.00 지역계수 : 가중치 2.5 발전기별 용량가격계수 : (육지) 0.813~0.956 (제주) 1.00						
(x)	시간대별 용량계수 (TCF)	평일 : 최소값 0.390 ~ 최대값 2.052 공휴일 : 최소값 0.390 ~ 최대값 1.048						
(x)	성과연동형 용량계수 (PCF)	(육지) 0.4958 ~ 1.0303, (제주) 1.00						
(=)		용량가격(CP)						

출처 : RFS Team 6, 전력거래소

3. 투자포인트

Investment Point 1. 처음 뵙겠습니다, UGPS/KET입니다.

울산UGPS 사업개요

구분	내용	비고
위치	미포국가산업단(울산)	SK가스(99%)
설비용량	총 1.2GW	가스터빈(2대) 스팀터빈(1대)
투자비	1조 4,120억원	'24년 9월 상업 운전
공사기간	'22년 03월~'24 09월	

세계 최초 LNG/LPG 복합발전소와 동북아 LNG허브의 이야기가 울산에서 시작된다. 동사는 UGPS의 지분 99.4%를, KET의 지분 49.0%를 보유하고 있으며, 24년 시운전 완료, 25년 본격 매출화를 앞두고 있다. UGPS/KET 개시는 기존의 LPG 중심이었던 동사의 사업 모델의 전환점으로 판단되며, 후술할 울산 모델의 세가지 차별점을 근거로, **25년 UGPS 매출 1조 417억원 전망**한다.

1-1) 울산 모델: UGPS와 KET의 기술적 우위

본 리서치 팀은, 동사의 울산모델의 성공이 다음과 같은 이유로 필연적임을 주장한다. **첫째**, 동사는 국가 대표 산업단지인 미포에 위치해 높은 **배후수요**를 기반으로 **규모의 경제(UGPS/KET 직렬 연결 실현)**이 가능하기 때문이다. **둘째**, **울산뿐만 아니라 영남권 전역에 전력공급이 가능**해 발전수요 역시 풍부하기 때문이다. 울산모델의 수익구조는 크게 두가지다. ▲터미널을 활용한 LNG 직도입과 임대료 수취, ▲발전소를 활용한 전력생산 및 판매다. 산업체가 밀집된 산단에 터미널을 짓고 → 터미널을 활용할 발전소를 지어 → 인근에 전력 및 원자재(LNG, CPP)공급하는 것이 동사의 울산모델 프로세스다.

(1) 높은 배후수요: 나야 대한민국 1호 국가산업단지

울산 자체로 동사의 투자포인트다. 국내 GDP의 5%, 수출액의 17%가 미포산단(울산)에서 발생하며 석유화학, 운송장비 생산규모 연간 100조원의 핵심 클러스터다. 즉, UGPS와 KET가 위치한, 미포산단은 영남권의 높은 산업용 전력수요의 핵심 배후지이며, 석유화학품(이하 CPP)의 필수 경유지다.

①KET: 동사의 미드스트림 첫번째 단계다. 천연가스와 석유의 하역부터 송출까지의 과정을 담당하며, 시설 임대용역도 제공한다. 현재 KET는 3개의 LNG탱크와, 21개의 유류(CPP)탱크로 구성되어 있으며, 석유탱크는 1Q24 가동완료, LNG탱크는 4Q24 가동예정이다. LNG탱크의 경우, 아래 도표와 같이 모든 호기가 20년 장기계약 체결이 완료되었으며, 해당 기간동안 안정적 매출발생이 가능하다.

②UGPS: 동사의 미드스트림 완성 구간이다. KET를 통해 송출 받은 천연가스를 가스터빈과 증기터빈을 활용해 발전을 하고, 전기를 생산해 전력거래소에 판매한다. 동사의 차별점은, KET와의 직렬 연결이다. 직선거리가 5km 채 되지 않기에 타 민자발전사 대비 빠르고 저렴하게 송출이 가능하다.

UGPS/KET 위성도: 둘 간의 직선거리는 5km



KET LNG탱크 계약 현황

구분	계약 상대방	계약기간	계약규모	비고
LNG Tank#1	SK가스	'20년 04월~'40년 04월	LNG 탱크 3기를 임대	울산UGPS 전용 탱크로 활용
LNG Tank#2	고려아연	'21년 05월~'42년 05월	4조 4,123억원	SK에너지 공동 사용
LNG Tank#3	S-Oil	'26년 07월 ~ '41년 06월	8조 661억원	사우디 사힌 프로젝트 26년 예정
LNG Tank#4,5	동서발전	'22년 12월 ~ '45년 06월	1조 693억원	2개 호기 27년 가동예정

▲현재 27만K에 해당하는 유류탱크의 계약 비율은 100%이며 '24년 3월 가동 완료

▲LNG탱크 1호기는 상업운전 완료(9월), 2호기는 연내 예정

▲계약상대는 모두 미포국가산업단 입주 기업

(2) 촘촘한 송전망: 영남권 전력수요는 전국구야

비싼 LNG 발전 단가 But

1) 높은 산업용 발전 수요

2) 낮은 가격탄력성

⇒ 수요자에게 P 전이 가능

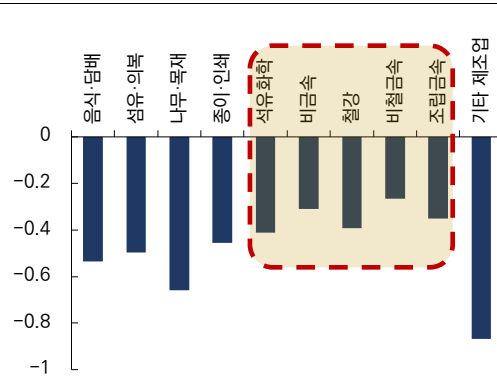
수도권 다음으로 높은 송전 인프라

울산 뿐만 아니라 영남권 전역까지

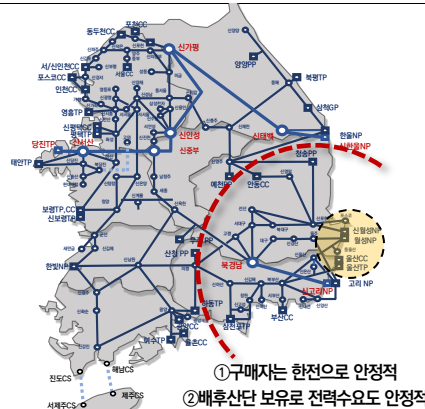
발전에 대한 이야기를 해보자. UGPS는 LNG 발전원이다. 따라서 타 발전원(석탄, 원전)대비 **발전단가와 전력 거래가격이 높다**. 그러나 울산을 포함한 영남지역은 산업용 발전수요가 높아, 상대적으로 전력가격에 대한 **수요의 가격탄력성이 낮다**. 고정 생산량이 있기 때문에 **설비 가동에 요구되는 발전수요 발생은 필연적**이며, 그 결과 타 산업 대비 탄력성의 절댓값이 낮다. (일반제조업 0.6, 중화학공업 0.3). 즉, 전력수요가 24/7 발생하는 산업 특성 상, 동사의 **발전단가는 오히려 전력수요자에게 전이**가 가능하다.

특히, **울산을 포함한 영남권은 전력거래량 전국 1위, 설비용량 대비 거래량이 4.7배**로 전력수요가 매우 높다. 또한, 부울경을 중심으로 영남권 전역에 송전망이 구축되어 있기 때문에, 동사의 전력은 미포분만 아니라, 영남지역 전역의 전력 수요를 충당할 수 있는 인프라가 충분하다. 즉, **발전수요가 충분**하며 동시에 **수요자들은 가격 저항력이 낮고, 광범위한 발전수요를 충족할 수 있는 송전시설**을 기반으로, 충분한 전력 판매가 가능하다는 점에서 동사의 UGPS는 타 **민자 발전사 대비 우위**에 있다 판단한다.

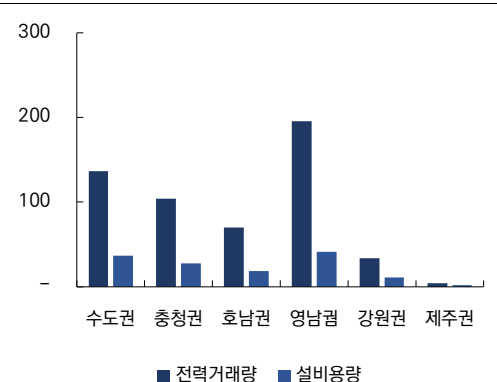
제조업 구분별 전력가격에 따른 수요탄력성



영남지역 송전시설 현황: 수도권 다음으로 촘촘



지역별 전력거래량 및 설비용량 비교



(단위: GW)

출처: 에너지경제연구원, RFS Team 6

출처: 전력거래소, RFS Team 6

출처: 한국전력통계, RFS Team 6

1-2) 울산 모델: 전력시장에서 갖는 급전우위

따라서 높은 배후수요와 전력 인프라 속, 동사의 UGPS는 높은 급전순위를 지닐 것으로 판단된다. 이는 ①LNG 직도입으로 낮아진 발전단가와, ②기존 발전원 대비 높은 효율성에 기인한다. 동사의 UGPS 매출액 25년 1.04조원, 26년 1.34조원(YoY+26%) 전망하며, 위의 두가지를 자세히 살펴보도록 하자.

(1) 전력시장은 LNG 직도입을 찾을 수 밖에

발전단가 ⇒ 이용률 결정

발전단가 우위 싸움에서는
LNG 직도입 방식이 압도적

저렴한 원료 도입으로
높은 발전순위 점유 가능

LNG는 SMP 결정횟수(5개년) 평균 7.4천회, 결정비율 84%로 전력수요가 극히 낮은 심야를 제외하고, 모든 시간대에 발전수요가 존재한다. 영남지역 LNG 발전원 중 규모가 가장 큰 곳은 **남부발전**의 부산북항 발전(12기/1.8GW)이다. 그러나 23년 **이용률 39.7%, 직도입 평균 69%**(파주, 광양, 평택) 대비 낮으며, 이는 LNG 도입가격이 높은 가스공사向 LNG 공급 거래구조에서 기인된 것으로 판단된다.

이에 동사의 UGPS의 발전순위 우위를 판단하는 바이다. 공공재 성격이 짙은 전기는 ▲발전단가 → SMP 결정기준 상승 → 전력요금 인상의 순환고리 해소가 필요하며, 이에 전력계통 조절을 목적으로 발전단가가 높은 발전원을 후순위 배치하기 때문이다. 발전단가는 LNG 도입단가로 결정되며, 도입단가는 직도입 유무에 따라 가격이 다르다. 대표적인 LNG 공급체인 한국가스공사로 부터 공급받는 **한전발전자회사(남부, 서부)의 경우 원재료 단가 평균이 111.4만원/톤으로 민자(SK, GS, 포스코) 대비**

16% 높다. 특히, 보령터미널을 활용해 미국산 LNG를 공급받는 SK E&S의 경우 79.7만원/톤으로 매입단가가 가장 낮다. UGPS 역시, 현물장기계약 형태로 LNG 직도입 중이며, 26E부터 연간 40만톤의 LNG를 미국에서 도입할 예정이므로 높은 원가 경쟁력을 지녔다 판단한다.

▲원인체크: 한국가스공사의 LNG 도입 물량 대부분이 과거 유가연동 장기계약인 점과, 매수공급 의무가 있는 국영기업인 점에서 기인된 결과다. 직도입 발전소의 경우 구매절차의 최소화, 미국발 LNG 가격 안정화 반영이 가능하다. 실제로 수입 비중(38%) 1위인 오세아니아산(587톤/\$) 경우, 가장 저렴한 미국산(456톤/\$) 대비 1.2배 수준에서 거래되며, 이는 수입 지역 중 세번째로 높다. 수입 단가가 가장 높은 중동(709톤/\$) 역시, 비중은 4% 수준으로 낮으며, 단가는 미국산의 1.5배 수준이다.

24.06.30 기준 민간발전소, 국영발전소 LNG매입단가 비교

	공급주체	발전구분	매입단가	비고
천원/톤	한국가스공사	남부발전	1,157	-
천원/톤	한국가스공사	서부발전	1,066	-
천원/톤	직도입	SK E&S	798	보령 LNG 터미널 → 파주발전소
천원/톤	직도입	GS 파워	998	한국가스공사 + 직도입 평균
천원/톤	직도입	포스코인터네셔널	1,056	한국가스공사 + 직도입 평균

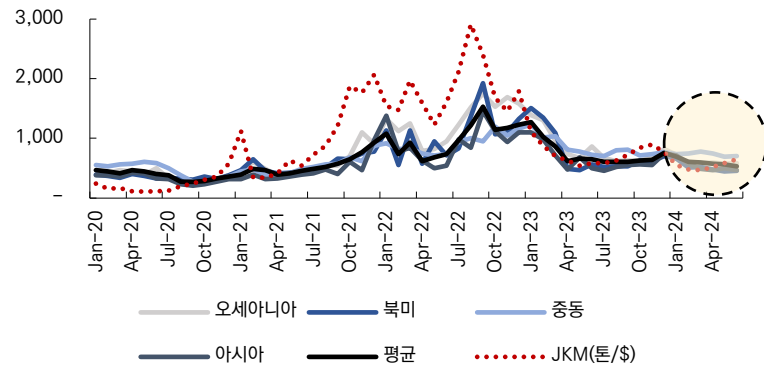
▲ 동사는 가스공사가 아닌 자체 매입을 하며(GS, 포스코 대비 우위)

▲ 터미널-발전소 병렬 배치로 효과적 원료 공급이 가능(SK E&S 대비 우위)

⇒ C와 Q 확보 우위

국내 지역별 LNG 수입가격 추이 및 JKM(아시아 현물)

(단위: 톤/\$)



출처: 각 사, RFS Team 6

출처: 수출입통계, Clarkson, RFS Team 6

(2) 전력시장은 싼 게 비지떡

25E 예상 전사 매출 비중

0% ⇒ 12%

① 직도입 매입단가의 우위

파주(직도입) 발전단가 153원/kwh

부산(가스공사) 발전단가 185원/kwh

울산 GPS의 25E 발전단가 155.1원/kWh, 이용률 25E 65%, 26E 81% 제시, 상용화 온기 반영 시 25E 매출 비중 12%까지 확대 전망한다. 동사의 급전우위는 직도입 원가절감과 함께, 타 발전원 대비 높은 효율성의 결과라 판단한다. UGPS의 본격적인 상용화는 25E 예정이기에, 기존의 직도입 발전소인 파주에너지(SK E&S)와 부산천연가스(남부발전)의 비교분석을 통해 동사의 발전 효율 우위를 살펴보자.

첫째: 앞서 살핀 직도입의 매입단가 우위로, 직도입 발전소는 발전단가가 가스공사향 발전소 대비 낮다. 파주의 경우 3Q24 기준 153원이며 이는 부산 185원 대비 17% 낮다. 특히 부산의 경우, 12의 발전기가 총 4,855GW를 생산하였으며 1기당 발전량은 405GW로 27기로 8,545GW(1기당 4,272GW)를 생산한 파주 대비 현저히 낮은 효율을 보여준다. 가동률 역시 98%, 83%로 차이가 난다. 즉, 전력수요 충당을 위해서 발전이 불가피한 LNG 중에서도 효율이 높고 단가가 저렴한 발전소에게 급전 지시가 돌아감을 뜻한다.

둘째: 본 리서치팀은 위의 조건에 부합하는 발전소가 동사의 UGPS라 판단한다. 9월 시범운전을 시행한 UGPS의 시운전 결과는, 380GWh의 발전량과 발전단가 110원/kWh다. 가장 높은 효율을 보여주는 파주에너지서비스(153원)대비 28% 낮으며, 통상 높은 발전효율 발생이 어려운 시범 발전에서는 매우 긍정적인 결과다. 특히, LNG 발전은 전력수요가 높은 주간에 급전지시가 이뤄진다는 점을 고려하면, LNG 공급 거리가 5km 이내(파주157km)로 짧다는 점 역시 경쟁력으로 작용될 전망이다. 즉, UGPS는 영남권 전력수요의 빠른 급전과 높은 발전효율 제공이 가능한 유일한 LNG 발전원이다.

② 높은 효율과 단가가 저렴한 발전소

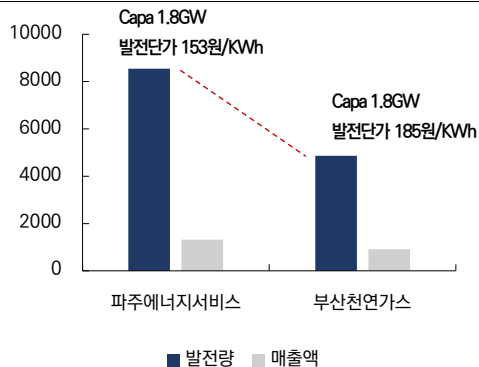


울산 GPS

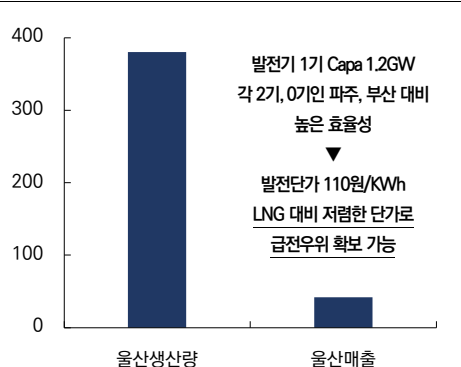
시운전 발전단가 110원/kwh

가까운 LNG터미널과의 거리(0km)

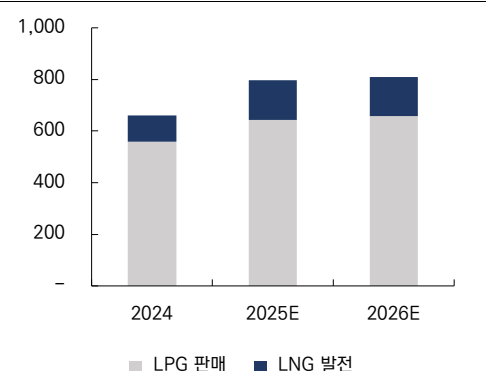
동일규모 다른 발전효율, 원인은 도입단가 단위 십억원



울산GPS 시범운전 실적



울산GPS 반영 시 예정 매출총이익



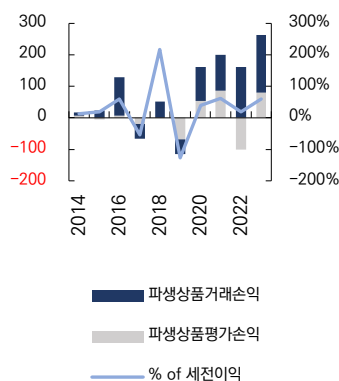
출처: SK E&S 남부발전, RFS Team 6

출처: 울산지피에스, RFS Team 6

출처: Dart, RFS Team 6

1-3) 트레이딩(LPG,LNG)과 혼합발전의 장점(Optionality)

파생상품관련(단위 십억)



울산모델의 정점인, LNG 트레이딩 매출 발생 최소 '25E 2,889억원 전망한다. 이는 기존 LPG 트레이딩의 안정적인 이익에서 살필 수 있는 ①동사의 원자재 트레이딩 우위와, ②UGPS의 LPG-LNG 혼합발전 방식 채택에서 기인한다. 따라서 변동성이 높은 LNG에 대한 우려는 위의 두가지를 통해 해소될 것이라 판단하며, 울산모델의 마지막 포인트를 살펴보고자 한다.

(1) LPG 트레이딩에서 이제는 LNG 트레이딩도 같이

연간 LPG 트레이딩(수출)물량 약 4,300천톤 불륨 유지, 예상 LNG 트레이딩 물량 약 30만 톤 전망한다. 동사의 LPG 트레이딩 원리는 여름 매수, 겨울 매도다. 유가-CP스프레드는 난방수요가 낮은 여름철 평균 96%, 겨울철 76%로 약 27.1%p차이를 보이며, 기본적인 트레이딩 원리를 유지할 것으로 판단한다.

①LPG: 연간 트레이딩 규모는 '22년 3,420천톤(2.9조원) - '23년 3,754천톤(3.2조원)으로 증가세다. 글로벌 1위 LPG 매입 주체로, 국내 LPG 가격 상한으로 인한 이익훼손을 해외 물량을 통해 보전하는 전략이다. 헷지용 파생상품 역시 계절성으로 QoQ 변동이 있으나, 연간('23년) 기준 파생상품손익 2,633억원(YoY+341%), 이는 세전이익의 60%로 높은 이익 기여도를 보여준다.

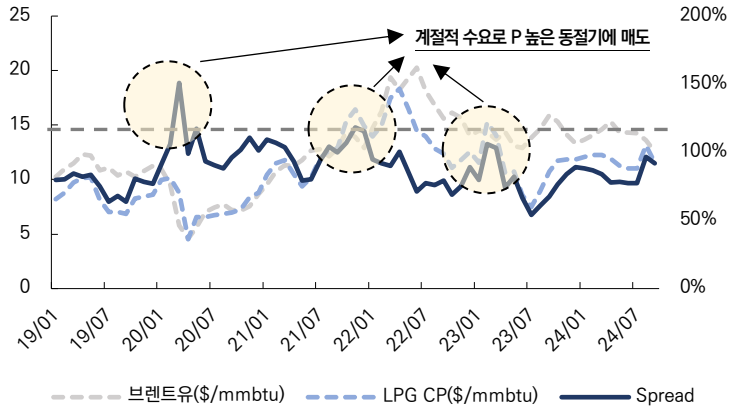
②LNG: 목적지 제한 조건이 없는 미국 물량 확보가 확실한 26E부터 트레이딩 본격화 예상한다. UGPS 용 LNG탱크 연간 용량 120만톤, 발전에 필요한 물량 90만톤을 제외하면, 잔여물량 약 30만 톤 트레이딩 가능하다. 현재 LPG 구매물량 중 약 50%가 해외 판매된다는 점을 고려했을 때, LNG 구매물량의 약 30%의 트레이딩은 충분한 수치라 판단한다. 특히 이미 일본의 경우 적극적으로 LNG 트레이딩을 진행하고 있으며, 전체 수입량 7,200톤 중, 약 4,000만톤이 내수이며 3,157톤이 수출 물량이다. 한국 역시, 일본과 유사한 규모의 LNG 매입국이며 동사의 KET 1기 Capa가 연간 400만톤임을 고려했을 때, 동사의 적극적 LNG 트레이딩 역시 충분하다.

예상 LNG 트레이딩 물량 30만 톤

예상 매출 연간 2,888억원

전체 매입물량의 30% 트레이딩 전망

유가/LPG 상대가격 비교 및 트레이딩 기본 원리



예상 판매물량 계산 테이블

구분	금액	비고
④ 탱크 1기 저장용량	120만 톤	KET 전체 47기(480만 톤) UGPS 계약용량 1기(120만 톤)
⑤ 가이던스 발전물량	90만 톤	1회 발전량 1.2GW 가정
⑥ 발전 후 잔여물량(④-⑤)	30만 톤	잔여 물량에 한정된 트레이딩 가정
⑦ JKM단가	13.5MMBtu/\$	'24년 평균 JKM가격 적용 향후 LNG 수입단가 안정화 가정
⑧ 예상 연간 LNG 수출 금액(⑥ × ⑦)	2,889억원	'24년 평균 환율 1350원 단위 환산식 1톤 = 52.8MMBtu

▲ 동사 역시 장기와 현물계약을 함께 활용하고 있기에 트레이딩(수출) 매출 발생은 필연적

출처 : Investing.com, RFS Team 6

출처 : 언론종합, RFS Team 6 추정

(2) Optionality

LNG 수급불안정 이슈 존재

But

① LPG 대체연료 투입

⇒ 높아진 SMP 수준에서 발전마진 확보

② 높은 현물가에 LNG 트레이딩

⇒ 발전단가(C) 낮은 LPG 발전

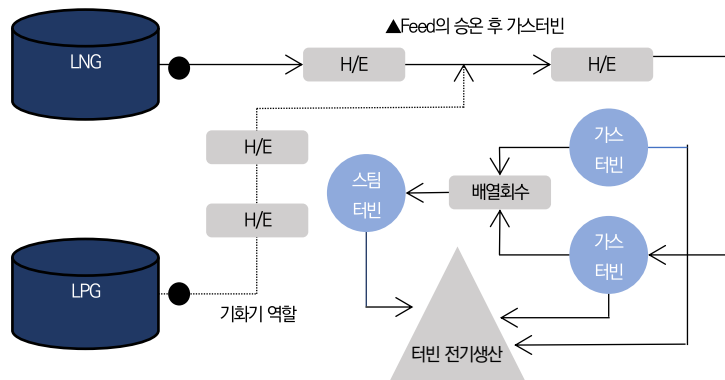
⇒ 현물가격(P) 높은 LNG 판매

타 민자발전사 대비 동사의 가장 큰 차별점이다. LNG를 주 발전원으로 하나, **대체연료로서 LPG 투입 및 발전이 가능하다**. 터미널 직렬 연결과 함께 **LNG-LPG의 복합발전**은, 동사의 **UPGS가 세계 최초**다. LPG가 대체연료로 투입되는 경우는 두가지로 구분된다. ①**LNG 수급이 붕괴될 경우**, ②**국내 LNG 도입단가가 상승할 경우**다. 두가지 모두 동사의 발전마진 창출과 Trading 수익 발생의 기회라 판단된다.

①**수급 붕괴**: 과거 천연가스는 크게 두차례 수급 붕괴가 발생했다. '21년 유럽 기상이변과 '22년 러우전쟁 발발로 인한 공급차질이 그 예다. 한국의 경우, 장기계약 형태로 중동, 호주 등지에서 LNG를 도입하기에 유럽 이슈와는 독립적이나, 일부 현물계약이 존재하는 직도입사와 가스공사 계약 물량으로 인해 국내 발전단가와 SMP 상승은 불가피하다.

②**도입단가 상승**: 발전용(비탄력) 대비 **민간산업용(탄력)** 수요가 높은 LPG는 수요가 탄력적으로 반응해, 상대적으로 **변동폭이 적다**. 즉, **평시에는 LNG 발전을, 수급 붕괴 시 LPG 발전을 통해 발전단가 마진을 높이는 전략**이다. 수급 붕괴 시, 동사는 LPG의 자체 투입이 가능하지만, **타 민자/국영 발전소는 높은 LNG 현물가가 발전단가에 포함되어 SMP 상승은 불가피하다**. 타 발전소 대비 마진우위 확보와 동시에, **LPG 투입으로 인한 잉여물량을 LNG 현물가에 되팔아 Trading 수익창출 역시 가능하다**.

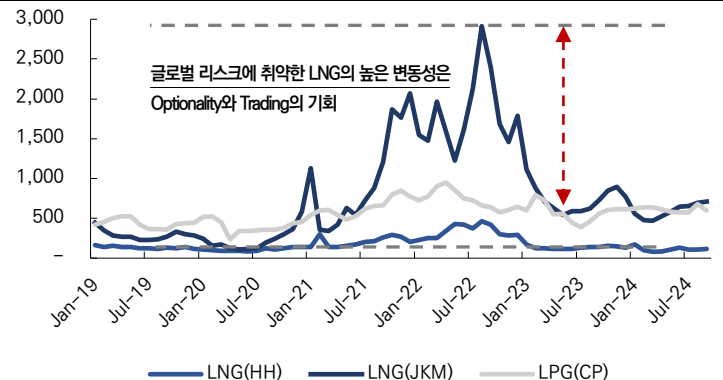
Optionality 원리 도식화



출처 : SK가스, RFS Team 6

LPG-LNG 가격 추이

(단위 \$/MMBtu, \$/톤)



출처 : Clarkson, RFS Team 6

Investment Point 2. 이거 두고 가셨어요, 배당금

24년 말 동사의 복합발전소 상업운전이 가시화되었다. 25년부터 발전사업은 온기로 반영될 것이다. 이로써 동사의 이익 창출 능력은 더욱 단단해질 것으로 판단되며, 동사의 주주환원 확대가 기대된다. 이에 본 리서치팀은 **1) 주주환원 정책, 2) 배당기준 변경, 3) 향후 추가 환원 정책**으로 나눠 면밀히 분석하고자 한다.

2-1) 주주와 쌓아온 두터운 신뢰

주주환원의 필요성은

1) 주주의 이익실현

2) 장기적인 기업 가치 상승

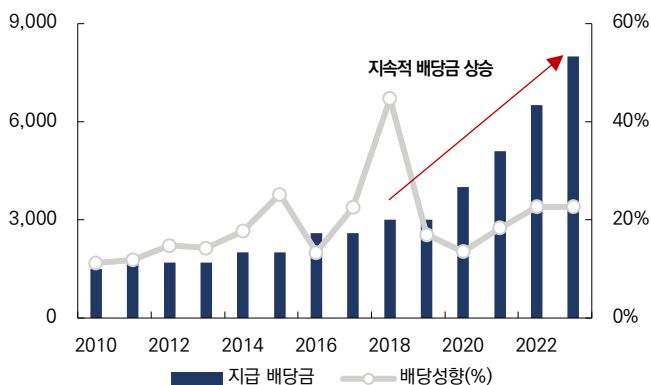
→ 동사는 주주환원의 선도기업

동사의 2025년 예상 배당금은 **24E 8,000원 → 25E 13,000원(YoY + 62%)**으로 예상된다. 동사의 지속적인 주주환원 정책으로, 향후 배당 확대에 따른 주가 하방 지지가 기대된다. 주식투자에서 기업의 신뢰는 주주환원 관점에서 매우 중요한 요소로 작용한다. 이는 1)주주의 이익을 실현하고 2)기업의 장기적인 가치를 유지 및 상승시키는 데 필수적임에 기인한다.

동사는 배당 정책을 실시한 이후 배당금을 **단 한 차례도 삭감하지 않는 주주친화정책을 유지해왔다.** 특히, 경제 충격을 동반한 코로나 팬데믹 시기의 동사의 현금 배당금은 오히려 '19년 3,000원 → '20년 4,000원으로 증가했다. '20년도의 유가증권시장의 현금배당금 증가액 11.7조 중, 삼성전자 및 4개 사의 특별배당(12.3조)을 제외하면, 전체 배당 규모는 6,000억이 감소한 상황에서의 배당 확대이다. 동사의 강력한 주주환원 의지는 주가 안정성과 장기적인 기업 가치 제고에 기여할 것으로 기대된다.

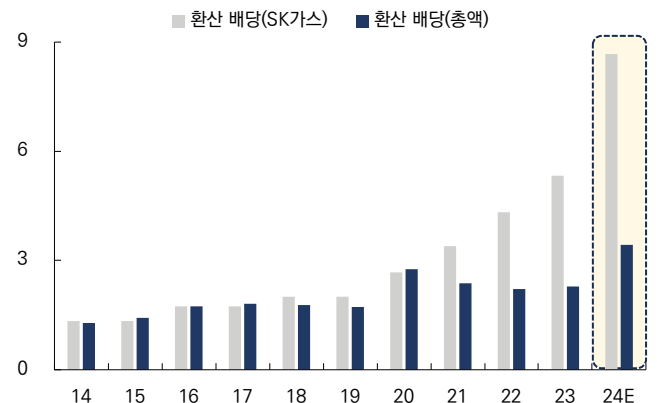
SK가스 배당 지급액 및 배당 성향

(단위: 원, %)



전체 배당금 및 SK가스 환산배수 ('10년 기준)

(단위: 배)



출처: SK가스, RFS Team 6

출처: SK가스, RFS Team 6

2-2) 배당기준 변경으로 주(주)심저격

24년 이후 배당기준 변화 내용

(기존) 별도 당기순이익



(변경) 연결지배주주 순이익

동사의 배당정책 변화로 인해, **배당금의 절대액 증가와 자회사 순이익을 활용한 배당이 가능해질 전망이다.** 동사는 2023년까지 별도 재무제표 기준으로 주당순이익의 20~40% 수준에서 배당을 실시해왔다. 다만, '24년 동사가 발표한 장래사업·경영 계획에서 배당 기준을 별도 당기순이익 → 연결지배주주 순이익으로 변경을 발표하였다. 이번 배당정책 변화는 두 가지 측면에서 중요한 의미를 가진다.

① **절대적인 배당 금액이 증가할 가능성이 높다.** '10년부터 배당은 기존 별도 당기순이익을 기준으로 이루어졌으며, 배당성향은 10~20% 수준에서 결정됐다. 과거 배당금을 비교하면, '18년을 제외한 모든 해의 배당금이 연결지배주주 순이익(변경) > 별도 당기순이익(기존)의 모습을 보였다. 기존 배당 정책

최대치인 40% → 25%로 최대치가 줄어들기는 했지만, 최근 몇 년간 배당수준을 고려할 때, 오히려 ▲절대적인 배당액이 증가되고, 배당성향이 25%로 고정되며 ▲배당금 예측가능성이 높아지는 효과가 있을 것으로 전망된다.

배당 회계 기준 변경으로

①절대적 배당금액 증가

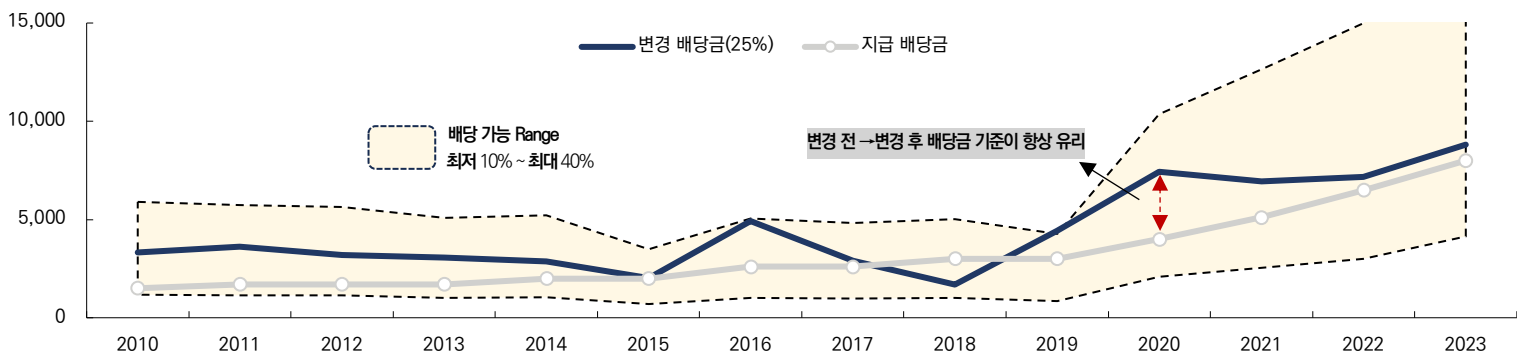
②복합발전소 이익→ 배당 반영 有

②당사의 중장기 성장 방향에 따른 배당 성격 변경 효과가 있다. 동사의 울산 LNG/LPG 복합화력 발전소가 동사에 기여하는 당기순이익은 25E 3,534억원 26E 4,231억원(YoY + 19%)으로 전망된다. 해당 발전소는 한국산업은행이 보유한 지분(0.52%)를 제외한 나머지(99.48%)를 동사가 보유하고 있다.

이전의 배당 기준인 별도 당기순이익으로 배당을 지급할 경우, 복합발전소의 당기순이익이 주주에게 환원이 되지 않는 문제가 있었다. 그러나 이번 기준 변경으로 중장기 성장 방향에 따른 손익구조 변화가 배당에 모두 반영할 수 있게 되어 보다 안정적인 배당 체력을 구축할 것으로 기대된다.

[별도 순이익 기준 배당금] 및 [연결 지배주주순이익 기준] 배당금 비교 차트

(단위: 원)



출처: SK가스, RFS Team 6

예상 주당배당금(DPS)

→ 13,000원, 배당 수익률 6.21%

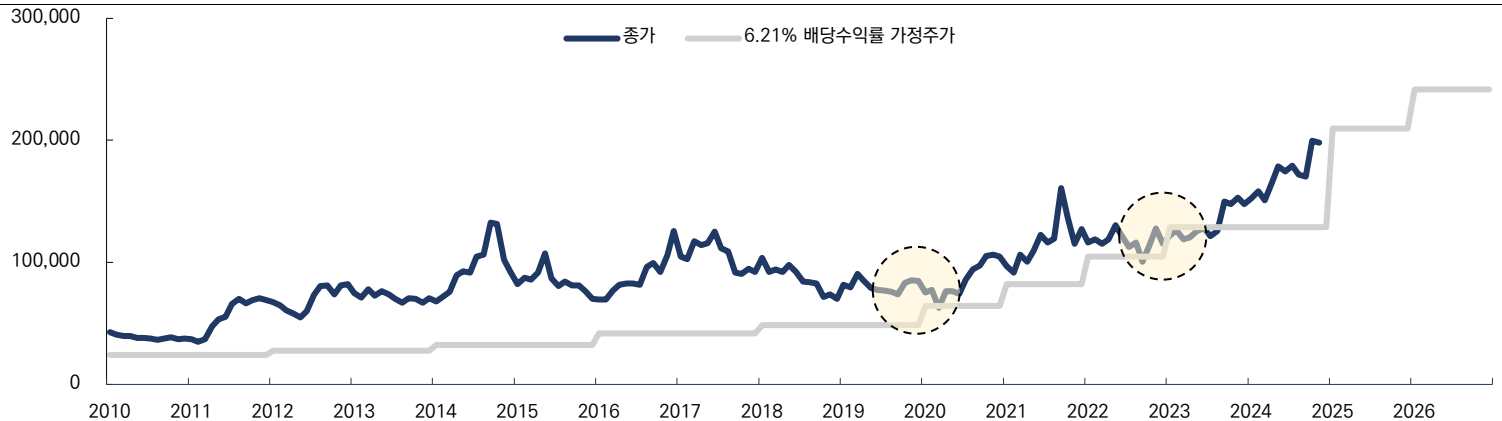
현재 주가 대비 매력적 투자 ↑

25E 주당배당금(DPS)은 13,000원으로, 이는 현재 주가 대비 배당수익률 6.21%에 해당한다. 해당 배당수익률을 기준으로 실제 지급된 배당을 역산하여 배당 수익률 반영 주가를 산출한 결과, 2010년 이후 해당 주가를 하회한 사례는 단 한 번도 없었다. 이는 현재 예상되는 배당수익률 수준이 주가의 하방을 안정적으로 지지하고 있음을 보여주는 투자 지표이다.

복합발전소가 내년부터 본격적으로 실적에 온기 반영되는 것을 고려할 때, 현 주가는 배당 수익 관점에서 투자 매력력이 높은 상태로 평가되며, 동사의 배당 수준과 현 주가는 매력적인 투자 근거가 된다.

과거 주가 및 6.21% 배당수익률 가정 하단주가

(단위: 원)



출처: RFS Team 6

3-3) 시크릿 주주환원

ROE 12% 초과시

→ 추가적 주주환원 정책

(울산발전소 비경상 이익 포함 ↑)

모회사인 SK디스커버리의

주요 수익원 = 동사의 배당금

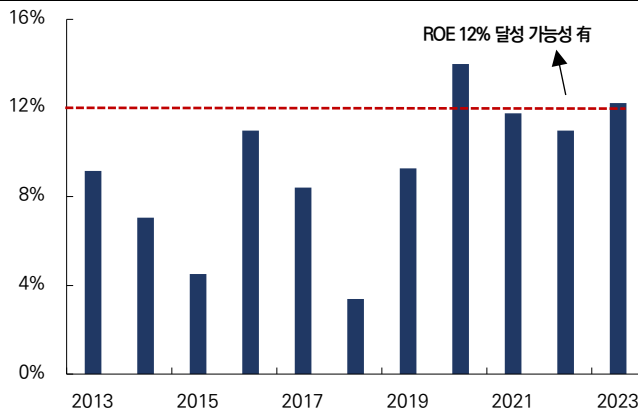
→ 지속적인 배당 확대 가능성 有

동사의 기존 연말 배당과 더불어 추가적인 주주환원이 기대된다. 동사는 배당 기준 변경과 함께 중장기 ROE 목표 12% 초과 달성 시 추가적인 주주환원 방안을 적극적으로 검토하겠다는 계획을 발표했다. 과거 3개년의 사업연도('21~'23년)의 ROE는 11.7%, 10.9%, 12.2%로, **해당 목표는 충분히 실현 가능할 것으로 보인다**. 특히 이번 ROE 기준은 비경상 수익을 모두 포함한 것으로, 현재 완공된 울산 복합발전소의 LNG/LPG 저장고를 활용한 트레이딩 수익까지 고려할 때 목표 달성 가능성은 더욱 높다.

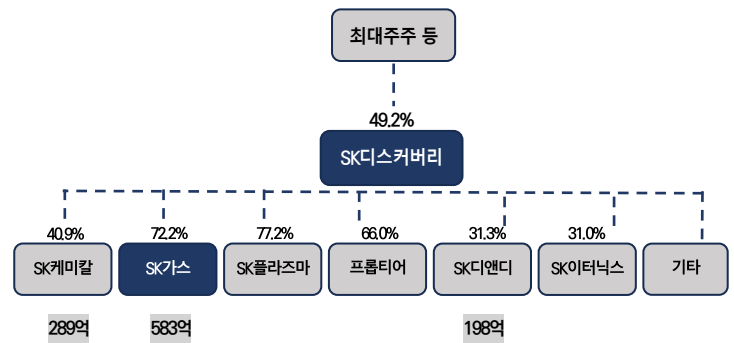
다만, 향후 공시될 추가 주주환원의 구체적인 규모나 방법에 대해서는 아직 예측하기 어렵지만, SK가스는 앞으로도 배당금을 꾸준히 증가시킬 것으로 전망된다. 이는 동사가 모회사인 SK디스커버리가 1)영업활동이 없는 순수 지주회사이고, 동사가 재정적으로 뒷받침하는 2) 핵심 계열사 역할을 하고 있음에 기인한다. 동사의 지분을 72.20% 보유하고 있는 SK디스커버리는 23년 동사로부터 583억 원의 배당 수익을 얻었으며, 향후에도 배당금 은 지속적으로 증가할 것으로 전망된다.

SK가스 ROE 추이 차트

(단위: %)



SK디스커버리 지분구조 및 '23년 배당수익



출처: SK가스, RFS Team 6

출처: SK디스커버리, SK가스, RFS Team 6

Investment Point 3. 다음엔 텍사스에서 만날까요?

많은 전력을 필요로 하는 데이터센터의 성장으로, 향후 전력시장은 최대 수혜처가 될 것으로 판단된다. 동사는 4Q23 GridFlex(지분 80%) 설립을 시작으로, 북미 BESS 사업 진출을 구체화했다. 텍사스 내 전력수요는 한국의 80%에 달하는 시장 규모이다. 이번 텍사스 주 BESS 시장 진출은 미래 성장동력이 될 것으로 판단된다. 동사의 BESS 向 25E 연결실적은 109억(지분법 60%)으로 전망된다.

3-1) ESS 산업과 텍사스 전력시장

전 세계 전력 사용량은
연평균 23% 고성장 중

텍사스 주는

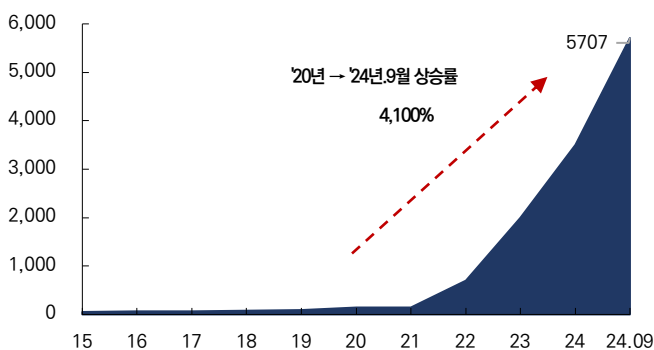
- 1) 연방정부기관(FERC)의 규제 X
- 2) 도매 전력 공급가에 따라 변동되는 Variable-rate 적용

전 세계 데이터센터의 전력 사용량은 '22년 460TWh → '26년 1,050TWh로 (CAGR + 23%) 급격히 성장할 것으로 전망된다. 전력 소모량이 높은 시의 발전과 함께 미국에서 전력망 배터리 설비 규모는 '20년 이후 4년간 20GW 규모로 성장했다. 이는 원자력 발전소의 한 해 발전량의 20배에 해당하는 전력 생산 용량이며, 앞으로도 빠르게 성장하여 25년까지 40GW(+100%)에 달할 것으로 전망된다. 미국 ESS 시장에서 우호적 환경으로 인해 동사의 북미 ESS 사업은 빠르게 성장할 것으로 보인다.

동사가 진출한 텍사스의 전력시장은 미국 내 다른 주와는 차별화된 독특한 특성을 가지고 있다. 텍사스 전력 신뢰성 위원회(ERCOT)는 공공서비스 기관으로, 국내 한국전력과 유사하게 전력 도소매 사업을 영위하고 있다. ERCOT은 텍사스의 전력시장 자유화 선언('02년)을 바탕으로 독립적인 전력망을 가진 시장으로 성장했다. 텍사스 전력시장은 다른 주와 다르게 1)연방정부기관(FERC)의 규제로부터 자유롭고, 주공익사업위원회(PUC)의 엄격한 절차를 통한 가격 통제를 받으며 입찰해야 하는 민영 전력회사들과 다른 기준인 2) 도매 전력 공급가에 따라 KW 당 가격이 수시로 변경되는 Variable-rate를 적용한다.

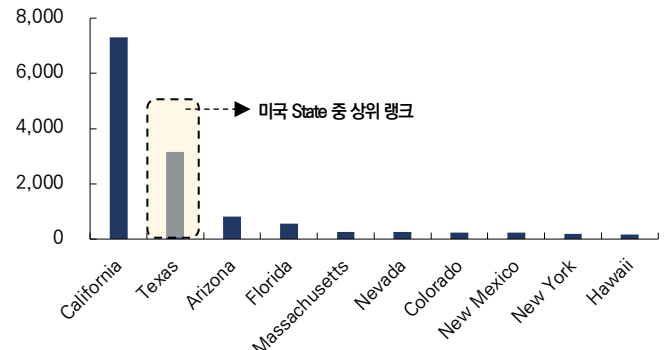
미국 ESS 누적 전력 용량

(단위: MW)



미국 ESS 설치 설치용량 상위 10개주

(단위: MW)



출처: EIA, RFS Team 6

출처: IEA, RFS Team 6

3-2) 텍사스가 선택한 ESS

텍사스 대규모 정전 사태
날씨 제한성 ↓, 복구 시간 小
→ ESS 시설 확대 전망

텍사스 주 내 에너지 저장 시스템(ESS)의 중요성이 부각되고 있다. '21년 텍사스를 강타한 한파로 대규모 정전 사태가 발생하면서, 당시 전력망의 교류 주파수가 정상 범위(59.4Hz) 이하로 떨어졌다. 발전기 파손우려로 발전소 가동이 중단되었고, 수십억 달러의 사회적 손실이 발생되었다. 해당 사태로 인해 주공익사업위원회는 전력시장 개혁 방안을 추진하고 있으며, ▲발전기가 극한 날씨에 대비할 수 있는 기반시설이며, ▲전력망 복구 시간을 단축할 수 있는 ESS가 선택될 것으로 전망된다.

텍사스는 미국 내 세번째로 큰 데이터센터 설치 용량 규모를 보유하고 있으며, ESS 시장이 빠르게

텍사스 주는

- 1) 시설 인허가 절차 간소화
- 2) ESS 보급 소요 시간 ↓

BESS는 재생에너지의 보완 기술

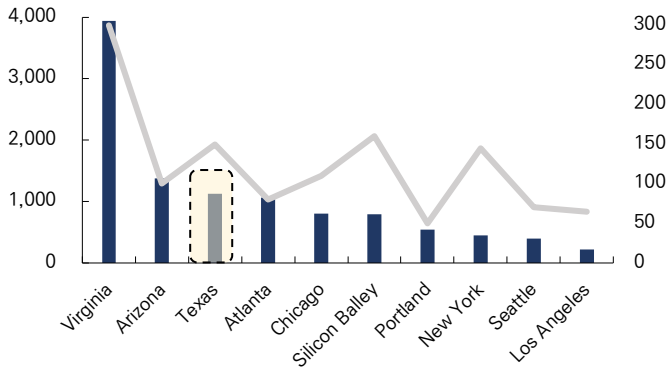
→ 동사의 사업 성장 기회 다

성장하는 주로 꼽힌다. 그 이유로는 ①다른 주에 비해 시설 인허가 절차가 간소화되어 있고, 기존 전력망에 ②ESS를 연결하는 데 소요되는 시간이 비교적 짧다는 점에 기인한다. 해당 조건은 텍사스 주 내 ESS 설치를 가속화하는 중요한 요인으로 작용된다.

텍사스 주의 재생에너지 발전 확대 모멘텀은, 동사의 북미 ESS 사업 수혜로 이어질 전망이다. 동사가 투자한 배터리 에너지저장시스템(BESS)은 ESS의 한 종류로 재생에너지의 간헐성을 보완하는 핵심 솔루션이다. 텍사스 주는 미국 내 재생에너지 발전량이 가장 높다. 이는 ERCOT의 독립적인 전력망 운영 체계가 재생에너지 확대에 유리한 환경임에 기인한다. 특히 메타와 구글 등 글로벌 주요 기업들의 데이터 센터가 텍사스 주에 위치하면서 전력 소비가 크게 증가하고 있다. 이에 따라 텍사스 주에 재생 에너지 발전량의 증가가 예상되며, 동사의 BESS 사업의 성장은 더욱 가속화될 것으로 기대된다.

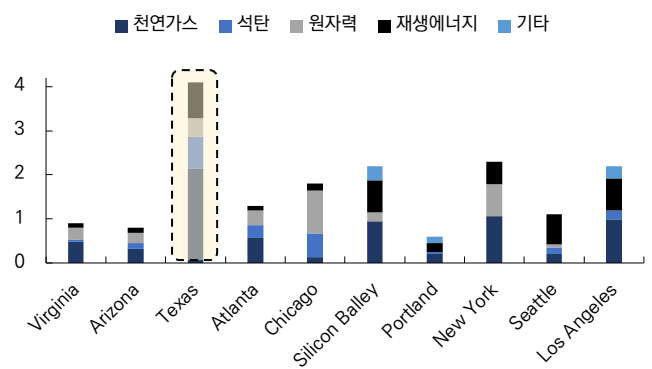
미국 데이터센터 설치용량 상위 10개주

(단위: 개/MW)



23년 미국 연간 전력소모량 및 에너지원별 비중

(단위: 개/MWh)



출처: IEA, RFS Team 6

출처: IEA, RFS Team 6

3-3) 가시화되는 북미 BESS 사업

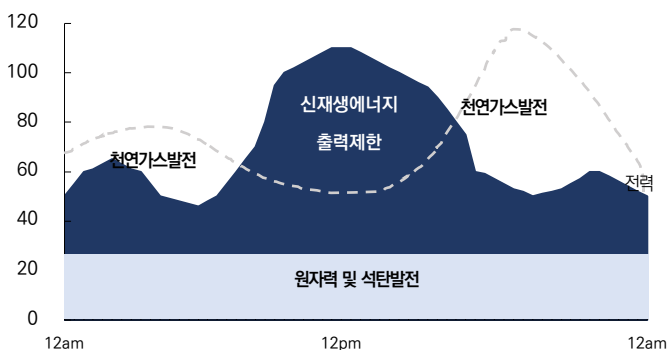
북미 BESS 사업 매출

0원 → 25E 182억원 전망

동사의 북미 BESS 진출로 0원 → 25E 182억원의 매출 전망이다. 이로써 국내 가스 유통, 발전사업 → 해외, 재생에너지로 확장하여 추가적인 성장 모멘텀을 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 4Q23 동사는 697억을 투자하여 미국 현지법인인 Grid Flex의 지분 60%를 확보했다. 투자지역은 미국 텍사스로, 약 200MW규모의 ESS 설비를 건설 및 '24년 연말부터 상업 운영을 개시할 전망이다.

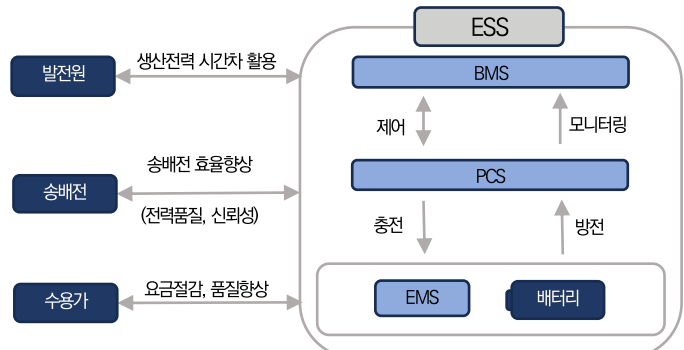
신재생에너지 출력 제한에 따른 BESS 적용 확대 구조

(단위: GW)



23년 미국 연간 전력소모량 및 에너지원별 비중

(단위: 개/MWh)



출처: DBR, RFS Team 6

출처: 에너지경제연구원, RFS Team 6

1) ERCOT에 따른 안정적 수익
2) 동사의 트레이딩 노하우로
사업 순항 예상

200MW 규모의 ESS 설비는 하루 약 3.9만 가구가 사용할 수 있는 전기를 충·방전할 수 있는 용량이다. 미국 ESS 사업은 국내 에너지 인프라 사업 대비 상대적으로 건설 및 운영 리스크가 낮아 높은 사업성을 기대할 수 있다. 특히 동사는 해당 사업에서 경쟁력을 가질 것으로 기대된다. 그 이유로는 1) ERCOT 지역의 2시간 저장 용량을 활용하여, 안정적인 수익 창출이 가능하고, 동사가 가진 가스 트레이딩 노하우를 바탕으로 2) 사업의 성패를 좌우하는 실시간 전력 트레이딩에서 강점을 보일 것으로 기대된다.

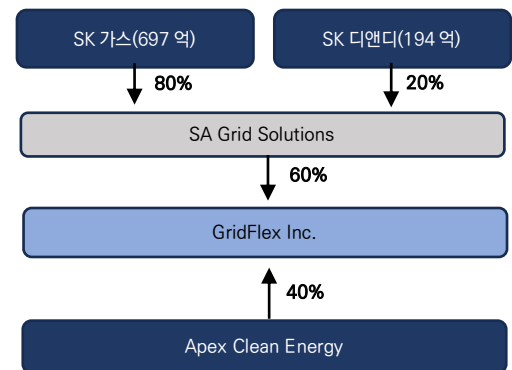
→ 동사는 주주환원의 선도기업

향후, 동사는 텍사스를 시작으로 캘리포니아 등 타 지역으로 ESS 사업을 확장할 것으로 전망된다. 설비 용량을 최종 1GW로 확대하며, 미국 주요 지역내 사업확장과 더불어, 국내 재생에너지 확대 시, 운영 경험을 토대로 BESS 시장 선점 효과를 누릴 것으로 예상된다.

SK가스 미국 ESS 시장 진출 계획

구분	내용
주요 공시	미국 ESS 사업 관련 해외 JV -투자대상 및 금액: GridFlex Inc. 총 697 억원 규모 -지분구조: SK 가스 80%, SK 디앤디 20%
JV 현황	현지법인 GridFlex 와 Apex 는 각각 6:4 로 JV 인 SA Grid Solution 설립 SK 디앤디는 ESS 자산 구축 및 운영하여 ESS 건설 및 운영 최적화 지원
향후 목표	[SA Grid Solutions] 텍사스 지역에 총 200MW ESS 설비 건설 Great Kiskadee Project(100MW/20MWh) / '24년 9월 상업가동 목표 추후 미국내 다른 지역으로 추가 진출 + ESS 용량을 1GW 확대

미국법인(Grid Flex) 지분도



출처 : Investing.com, RFS Team 6

출처 : 언론종합, RFS Team 6 추정

4. Valuation

Historical PBR Valuation

'16년도 기준, Target PBR 0.83 배, 목표주가 324,000 원 상승여력 55%, 투자 의견 BUY 제시한다.

▶ 신사업 가시화 그리고 Re-Rating 시작: 새로운 본업 등장과 매출 Level up

글로벌 피어인 ENB(캐나다), ATO(미국) 등이 존재한다. 다만 동사와 동일하게 에너지 운송과 가스발전 사업을 동시에 영위하는 기업은 찾기 어렵다. 특히 CBP 시장은 한국에만 존재하는 특수한 전력 시장 구조이므로, 글로벌 Peer Valuation 은 적절하지 않다고 판단된다. 국내 피어 E1 의 경우, 동사의 모델 핵심인 ▲LNG 직도입 방식이 E1 에는 해당되지 않는다는 점과 ▲동사가 국내 LPG 유통을 과점하고 있고, ▲동사가 UGPS 등과 같이 기술적 우위를 가지고 있다고 판단하여, 본 리서치 팀은 국내 Peer Valuation 또한 적합하지 않다고 판단했다.

본 리서치팀은 동사의 Valuation 기법으로 '16년도를 기준 Historical PBR 방식을 제안한다. '16년 선정 근거는 다음과 같다.

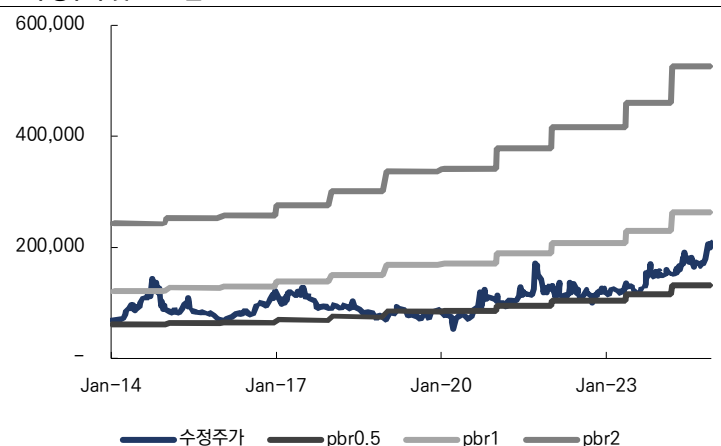
- ①'16 년과 현재-新 성장 모멘텀 : 동사는 '13 년 가스화학(PDH) 진출로 사업모델을 다각화했고, 본격적인 실적 반영은 '16 년에 이루어졌다. 당시 신사업을 통한 실적 성장 기대감으로 PBR 0.83 배를 기록했던 것처럼 '25 년 UGPS 본격 가동을 앞두고, 발전사업자로서의 재평가가 이루어질 것으로 전망된다.
- ②PDH-발전사업 안정적 마진: 중국을 필두로 아시아권의 석화 제품 수요의 증가와 PDH 사업의 안정적인 마진 확보 있었던 것과 유사하게, 현재에도 미국 및 글로벌 전력 사용량 확대 기초가 이어지고 있다. 또한 발전사업 특성상 전력의 가격탄력성이 낮고 가격 전이가 가능해, 안정적 마진 창출이라는 공통점이 있다.
- ③본업과 신사업의 시너지: '16 년 당시 셰일가스의 혁명으로 북미의 저가 LPG 수입이 가능했다. 이에 당시 LPG 유통 사업과 PDH사업 부문간 시너지 효과가 발생했다. 현재에도 미국의 LNG프로젝트로 향후 천연가스의 가격이 안정화될 것으로 예상되며, 동사의 직도입 효과로 저가 매입으로 LPG/LNG 혼합발전 방식에 따른 시너지가 기대된다.

본 리서치 팀은 과거 신사업의 실적 반영 모멘텀과 과거 PDH 산업과 복합발전사업이 P 측면, Q 측면, 매크로 면에서 유사성이 있다고 판단했다. 이에 '16년 평균 PBR 인 0.83 배를 Target PBR 을 산정하였다.

Valuation Table

구분	2025E	단위	비고
2025 년 BPS 추정치	390,752	원	①
목표 PBR	0.83	배	②
적정주가	324,324	원	①=②×③
목표주가	324,000	원	
현재주가	209,500	원	
상승여력	55%	%	

수정주가 및 PBR 밴드



5. 매출추정

동사의 투자포인트는 신규사업(발전 및 북미ESS) 매출의 반영으로 이익의 성장과, 견조한 기존 사업부의 이익체력으로 정리된다. 본 매출추정 단락에서는, 투자포인트에서는 다루지 못했던 가스사업부(LPG)에 대한 매출 추적과, 원재료 및 기타 비용에 대한 추정이 진행된다. 동사의 25E, 26E 추정 Earning Table(분기별, 십억원)을 아래와 같이 제시하며, 상세한 추정 논리를 살펴보도록 하자.

SK가스 Earning Table

(단위: 십억원)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025E	2026E
매출액	1,733.8	1,885.8	2,356.0	2,311.2	2,204.1	2,015.6	2,386.2	2,375.9	2,345.2	2,223.6	6,997.0	8,887.0	9,330.8
가스사업부	1,686.9	1,838.9	2,074.6	2,060.2	1,945.0	1,765.5	2,030.4	2,058.8	2,021.2	1,910.7	6,896.4	7,845.2	8,021.1
LPG 판매	1,673.9	1,826.2	2,061.8	2,047.3	1,932.2	1,752.7	2,017.6	2,046.0	2,008.4	1,897.9	6,845.5	7,794.2	7,970.0
수탁저장수입	13.0	12.7	12.7	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	50.9	51.1	51.1
기타	46.9	46.9	281.5	251.1	259.2	250.1	355.8	317.1	324.0	312.9	100.6	1,041.7	1,309.8
발전사업	46.9	46.9	281.5	251.1	259.2	250.1	355.8	317.1	324.0	312.9	100.6	1,041.7	1,309.8
매출원가	1,611.6	1,710.4	2,146.9	2,080.6	2,059.5	1,895.7	2,188.5	2,182.4	2,173.6	2,068.1	6,425.6	8,182.8	8,612.5
매출원가율%	93%	91%	91%	90%	93%	94%	92%	92%	93%	93%	92%	92%	92%
원재료 매입	1,574.9	1,675.4	2,110.9	2,044.7	2,023.9	1,859.9	2,152.7	2,146.6	2,137.8	2,032.2	6,285.7	8,039.3	8,469.3
LPG 매입	1,574.9	1,675.4	1,891.6	1,878.3	1,772.7	1,608.0	1,851.0	1,877.1	1,842.6	1,741.2	6,285.7	7,150.6	7,311.9
LNG 매입	-	-	219.3	166.4	251.2	251.9	301.7	269.5	295.2	291.1	-	888.7	1,157.4
기타	36.7	35.0	36.1	35.9	35.7	35.9	35.8	35.8	35.8	35.8	139.9	143.5	143.2
판매비관리비	79.2	79.5	83.3	83.3	83.3	83.3	87.1	87.0	87.1	87.1	310.9	333.1	348.3
종업원급여	30.7	36.1	39.3	39.3	39.3	39.3	42.7	42.7	42.7	42.7	130.4	157.2	170.9
감가상각비및기타	12.7	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	40.7	42.8	42.8
감가상각비	10.7	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	32.8	33.9	33.9
무형자산상각비	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	7.8	8.8	8.8
광고선전비	2.1	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	7.5	8.8	8.5
판매비	1.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.4	1.1	1.1
관리비	32.2	29.8	30.5	30.5	30.5	30.5	30.9	30.9	30.9	30.9	129.6	122.1	123.8
기타	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.3	1.1	1.2
영업이익	43.0	95.9	125.8	147.4	61.3	36.6	110.5	106.5	84.5	68.5	260.5	371.1	370.0
영업외손익	50.7	8.3	14.8	14.8	14.8	14.8	23.5	23.5	23.5	23.5	93.3	59.1	94.0
금융수익	107.6	145.0	144.8	144.8	144.8	144.8	151.1	151.1	151.1	151.1	490.3	579.1	604.2
금융비용	57.3	135.0	132.9	132.9	132.9	132.9	130.1	130.1	130.1	130.1	420.0	531.5	520.6
기타수익	5.5	6.6	7.3	7.3	7.3	7.3	7.5	7.5	7.5	7.5	39.0	29.0	29.9
기타비용	5.1	8.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.9	4.9	4.9	4.9	16.0	17.5	19.5
지분법손익	(5.1)	3.5	1.6	1.6	1.6	1.6	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(63.9)	6.5	(2.2)
세전이익	88.6	107.7	142.2	163.8	77.7	53.0	133.5	129.5	107.5	91.4	289.9	436.7	461.8
법인세비용	15.3	22.6	29.9	34.4	16.3	11.1	28.0	27.2	22.6	19.2	72.8	91.7	97.0
당기순이익	73.3	85.1	112.4	129.4	61.4	41.8	105.4	102.3	84.9	72.2	217.1	345.0	364.8

출처: RFS Team 6

1) 발전사업부(울산GPS) 매출추정

발전매출액과 원재료비인 LNG매입금액으로 나누어 추정하였다. 앞서 투자포인트를 통해 현재 ①미국의 공급증가로 촉발된 LNG가격 안정화와, ②직도입으로 인한 원재료 매입금액 우위를 파악하였으며, 이를 반영하여 매출추정을 진행하였다. 매출액은 SMP 시나리오에 따라 Bull, Bear, Base로 구분해주었다.

발전사업부 매출액 Table

단위: 십억원	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025E	2026E
UGPS 매출액(십억원)	325.0	281.5	251.1	259.2	250.1	355.8	317.1	324.0	312.9	1,041.7	1,309.8
Bull		290.6	256.6	259.0	249.2	-	-	-	-	1,055.4	-
Base		281.5	251.1	259.2	250.1	355.8	317.1	324.0	312.9	1,041.7	1,309.8
Bear		267.5	234.5	237.3	228.8	-	-	-	-	968.0	-
발전 정산매출(십억원)		244.8	214.4	221.3	212.2	317.9	279.2	286.1	275.1	892.7	1,158.4
판매량		1,791.2	1,567.3	1,680.7	1,680.7	2,311.0	2,022.1	2,100.9	2,100.9	6,719.9	8,534.9
발전량(GWh)		1,791.2	1,567.3	1,680.7	1,680.7	2,311.0	2,022.1	2,100.9	2,100.9	6,719.9	8,534.9
이용률		0.7	0.6	0.6	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
발전가능 용량		1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
시간(h)		2,160.0	2,160.0	2,160.0	2,160.0	2,160.0	2,160.0	2,160.0	2,160.0	2,160.0	2,160.0
SMP(평균 판매단가)KWh		136.7	136.8	131.7	126.3	137.6	138.1	136.2	130.9	132.9	133.1
Bull		141.8	140.3	131.6	125.8	-	-	-	-	-	-
Base		136.7	136.8	131.7	126.3	137.6	138.1	136.2	130.9	-	-
Bear		128.9	126.2	118.7	113.6	-	-	-	-	-	-
발전단가(판매단가)(원/KWh)		157.1	160.2	154.2	148.8	153.9	156.8	154.2	149.0	155.1	154.3
용량요금(십억원)		36.7	36.7	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	149.0	151.4
발전가능용량(GWh)		2,544.3	2,544.3	2,626.1	2,626.1	2,626.1	2,626.1	2,626.1	2,626.1	10,340.8	10,504.5
가동률		1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
설비용량(GW)		1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
기준용량가격(원/KWh)		14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4

출처: RFS Team 6

▶주요가정

25/26년 유가전망과 JKM 천연가스 현물가를 설정했다. 유가의 경우 에너지 경제연구원의 24/25년 전망을 참고하여 연간 증감률(base)을 적용하였다. 상반기와 하반기 전망을 구분하여, 상반기 3% 감소, 하반기 8% 감소를 적용해주었다. 26년의 경우, 변동폭이 높은 원자재에 대한 합리적 추정이 불가능하다 판단해, 이전 4개분기 이동평균을 적용해주었다. 유가는 동사가 제시한 벤치마크인 두바이유 선물가를, 천연가스의 경우 아시아 현물가격인 JKM을 참고하였다.

JKM 시나리오별 추정

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
고유가(Bull)	83.3	82.2	75.5	71.1	83.3	82.2				
유지(Base)	78.7	78.5	72.1	67.9	72.1	67.9	80.1	80.5	75.2	75.9
저유가(Bear)	73.4	71.4	65.6	61.7	73.4	71.4				

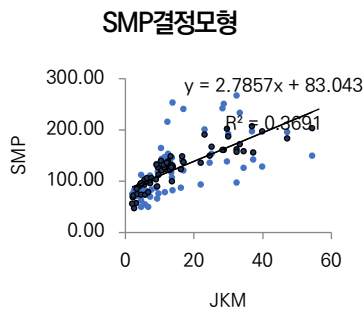
	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Bull	18.89	18.42	15.57	13.67	18.89	18.42				
Base	16.94	16.85	14.13	12.31	14.13	12.31	17.52	17.70	15.41	15.74
Bear	15	14	11	10	15	14				
JKM(\$/톤)	895	890	746	651	746	651	926	935	814	831
JKM(천원/톤)	1,197	1,231	1,001	902	1,056	916	1,290	1,293	1,126	1,150
JKM(천원/GJ)	21.89	22.51	18.30	16.50	19.31	16.75	23.58	23.64	20.60	21.03
환율(원/달러)	1,338	1,383	1,341	1,387	1,415	1,408	1,393	1,383	1,383	1,383

출처 : RFS Team 6

이후 Dubai유-JKM현물 화귀식을 활용하여, 유가 추이에 따른 천연가스 현물가 변동을 반영해주었다. 또한 LNG의 경우에는 25년부터 미국발 공급증가에 따른 국내 수입가격 안정화가 예상되기에 base시나리오 가격을 적용하여 추정하였다.

▶SMP(전력계통가격)

발전사업의 매출액을 설정하기 위해, 전력의 판매단가인 SMP(전력계통가격)를 추정하였으며 SMP ~JKM(LNG)+Dubai유 화귀식을 적용해주었다. 화귀식 결과는 아래와 같으며, 앞서 서술한 유가 시나리오에 따른 SMP 시나리오를 세가지로 구분하였다. 추정 결과 평균 130.01KWh/원 수준이며 분기별 전력수요에 따른 높낮이가 존재해, 계절적 수요를 반영해주었다.



SMP

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
SMP	BASE	136.67	136.80	131.68	126.27	137.57	138.09	136.20	130.94
	BULL	141.77	140.31	131.58	125.76				
	BEAR	128.86	126.24	118.65	113.59				

출처 : RFS Team 6

▶발전매출(1) 발전효율 및 이용률

동사가 제시한 예상 이용률 80%과 직도입 민간 발전사 평균 이용률을 고려하여 설정하였다. UGPS의 경우, 배후산업단지가 존재하고 최신설비와 높은 연료원 효율로 높은 이용률이 예상되나 운전 초기와 안정기인 25, 26년에 이용률의 단차(20% 할인)가 존재할 것으로 판단했다. 다만, 민간 발전사(직도입)의 5개년 평균 이용률이 최고 0.88, 최저 0.6, 중앙값 0.80 수준임을 고려했을 때, 가동 안정기(26E)에는 위의 이용률 달성 가능성은 충분하다. 또한 전력의 경우 계절별 수요가 다르기에, 분기별 민간 직도입 발전사의 이용률을 고려해 계절성을 적용해주었다.

따라서 발전가능용량(GWh) × 이용률(%) = 발전량(GWh) 산식을 적용하여 발전량을 산출하였으며, 급전우위가 높은 LNG발전원 특성 상, 발전량과 판매량이 1에 수렴하기 때문에 발전량 = 판매량을 가정하였다.

▶발전매출(2) 용량요금

동사의 발전매출은 ①발전량에 대한 매출과 ②용량요금에 대한 매출로 구분된다. 급전투입이 중요한 LNG발전원의 경우, 이용률(실제발전시간) 대비 가동률(발전대기시간)이 매우 높다. 따라서, 전력시장은 해당 Ready 시간을 매출로서 보전해주며 23년 이후 설비 발전원의 경우 용량가격이 **14.41원/kWh로 일정하다. 용량가격 × 발전가능용량(설비용량×가동률)**의 산식을 적용해, 용량요금을 산출하였다.

▶발전연료비(LNG)

LNG를 매입해 발전에 활용하는 동사의 발전구조 특성 상, 원재료 매입비용에 대한 세부 추정이 필요해 비용추정 항목에서 분리하여 추정해주었다. LNG매입액의 경우 ①**예상 LNG가격**, ②**발전량과 발전효율** 두가지를 고려해 추정하였다.

원재료비 추정

구분		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
매출액		251.1	259.2	250.1	355.8	317.1	324.0	312.9	281.5
발전량(GWh)		1.6	1.7	1.7	2.3	2.0	2.1	2.1	1.8
추정 LNG 매입액		166.4	251.2	251.9	301.7	269.5	295.2	291.1	219.3
예상 LNG 가격(원/GJ)		16.7	23.6	23.6	20.6	21.0	22.2	21.9	19.3
발전효율(%)	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%

출처 : RFS Team 6

①LNG가격: 앞서 설명한 **JKM~유가 선형회귀식을 적용**해 현물 JKM을 추정하였다. 첫째, 동사는 LNG 직도입 발전 모델로 LNG를 한국가스공사가 아닌, 해외현지법인을 통해 매입하기 때문이다. 둘째, 미국 서 거래되는 헨리허브(HH)의 경우 아시아(JKM), 유럽(TTF)대비 매우 낮은 수준에서 거래되며 미국산 LNG를 도입하더라도 운반비와 도착지(아시아) 고려 시, JKM이 적합하다고 판단하였기 때문이다. 다만 현재 수준에서의 가격안정화 추이를 반영하기 위해 Base 시나리오만을 적용해주어 **예상 LNG가격(원/GJ)**을 계산하였다.

②발전효율: 동사의 **UGPS의 발전효율은 56.8% 수준**으로 높다. LNG발전의 경우, 발전과정에서 소멸되는 원료 비중이 존재하며 이를 고려한 효율이 발전효율이다. 따라서 **JKM(원/톤) × 발열량 = JKM(원/GJ)의 산식**을 적용해 **예상 LNG가격(원/GJ)**을 구한 후, 발전량(GWh)을 곱해주었다.

2) 가스사업부(LPG) 매출추정

연도별 매출액 추정 Table

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
가스사업(십억원)	1628.0	1725.9	1645.1	1907.3	2137.1	2130.6	2004.1	1817.6	2086.6	2128.1	2082.2	1976.5
LPG 판매(십억원)	1615.5	1713.3	1632.1	1894.6	2124.4	2117.8	1991.3	1804.8	2073.8	2115.4	2069.4	1963.7
총판매량(천톤)	1866.0	1827.0	1890.0	1861.0	2057.6	1984.0	1988.6	1926.7	2058.3	1984.0	1989.3	1927.1
국내(십억원)	840.9	946.5	979.7	999.1	998.6	1032.3	963.2	910.0	956.1	1023.9	967.4	995.7
판매량(천톤)	928.0	890.0	869.0	894.3	926.6	886.0	864.6	893.7	926.3	883.0	861.3	894.1
석유화학/산업체(천톤)	550.0	566.0	559.0	519.9	533.5	549.0	542.2	504.3	517.5	532.5	526.0	489.2
대리점(천톤)	378.0	324.0	310.0	374.4	393.1	337.0	322.4	389.4	408.8	350.4	335.3	405.0
국내 판매단가(원)	906112.1	1063462.9	1127437.3	1117215.2	1077696.9	1165162.7	1113976.3	1018238.2	1032142.2	1159578.2	1123247.7	1113621.5
해외(십억원)	774.6	766.9	652.4	895.4	1125.8	1085.5	1028.1	894.8	1117.7	1091.5	1102.0	968.0
판매량(천톤)	938.0	937.0	1021.0	966.7	1131.0	1098.0	1124.0	1033.0	1132.0	1101.0	1128.0	1033.0
해외 판매단가(원)	825807.0	818414.1	638935.4	926274.4	995375.2	988583.2	914714.3	866210.5	987338.6	991333.3	976946.1	937088.2
수탁저장수입(십억원)	12.6	12.6	13.0	12.7	12.7	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8

출처: DART, RFS Team 6 추정

(1) LPG 판매량(Q)

LPG 판매량은 국내와 해외로 분류하여 추정을 진행하였다. 국내의 경우 대리점과 석화/산업체로 분류하였으며, 해외는 총 판매량과 국내 판매량을 고려하여 추정하였다.

▶국내(대리점)

디젤 차량에서 LPG 차량으로의 전환에 따라 LPG 차량 등록 대수가 '24년부터 증가 추세다. 이는 LPG 1톤 트럭 보조금 지급과 디젤 차량 단종에 기인하며, 가스안전공사에 따르면 LPG 수송용 수요가 YoY 2% 증가했다. 난방 및 취사용으로 사용되는 LPG 프로판 가스의 수요는 LNG 도시가스 보급 확대에 감소했으나 정부의 LPG 배관망사업 및 미공급지역 지원 정책에 따라 일부 수요가 확대될 것으로 판단된다. 따라서 대리점 매출은 전반적인 성장 가능성을 고려해 YoY 4% 성장성을 반영하여 추정하였다.

▶국내(석화/산업체)

기후 위기 대응 및 탄소중립 정책 강화에 따라 석유화학용 LPG 수요는 감소세다. 특히 석유화학 주요 원료의 LNG로 전환 비중이 꾸준히 증가하고 있어 석화/산업체 매출은 YoY 3% 감소세를 반영해 추정하였다.

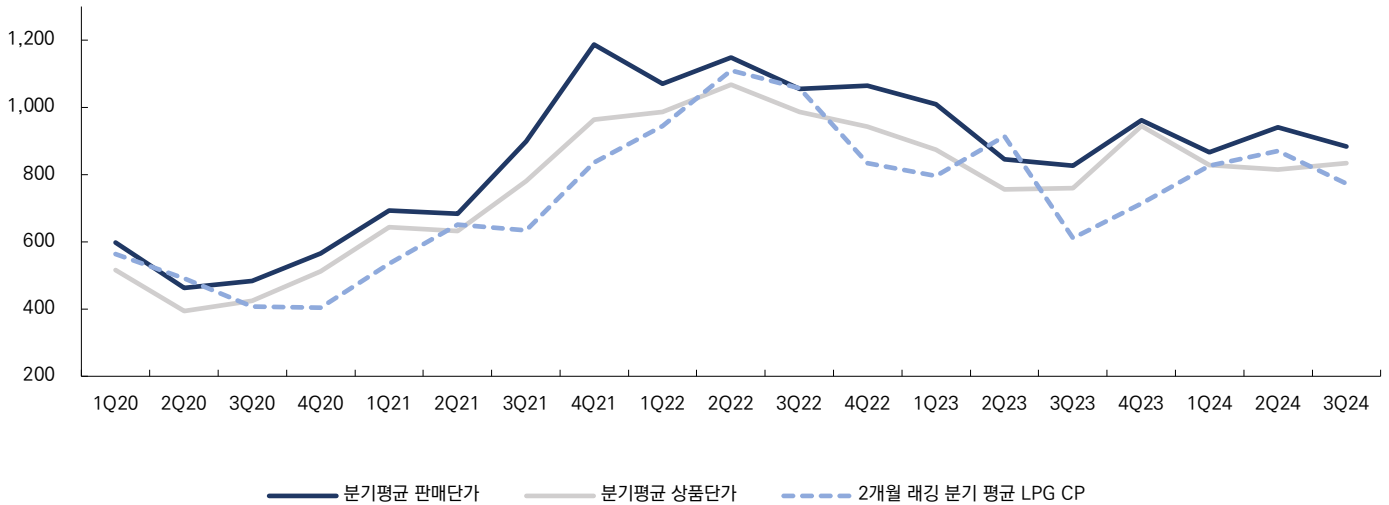
▶수출(해외 트레이딩)

동사의 LPG 사업부 총판매량은 일정한 흐름을 보인다. 이는 LNG 도입 증가로 LPG 시장 성장이 제한되어 총판매량 증가가 어려우며, 동사가 국내 판매량 변동에 따라 수출을 통한 재고 조정으로 총판매량을 관리하기 때문이다. 이에 따라 총판매량을 과거 5년 평균값으로 FLAT 적용한 후, 상기 서술한 국내판매량 추정을 차감하여 해외판매량을 산출하였다.

(2) 가격(P) 추정

2개월 래깅 3개월 평균 LPG CP

(단위: 천원)



출처: DART, RFS Team 6 추정

동사는 LPG를 해외 도매시장에서 매입, 운반, 저장하여 국내 소매/해외 도매시장에서 판매하므로 LPG 사업부의 가격(P)에 대한 추정은 ①LPG CP가격, ②상품단가, ③ 판매단가, 총 3단계에 걸쳐 진행하였다.

①LPG CP: CP가격은 원유가격에 연동되므로 Dubai 유가를 사용하여 회귀분석을 진행하였다.

$$\text{회귀식: LPG CP} = \text{Dubai유가} \times 6.45 + 103.43,$$

회귀 분석 결과, 상관계수 0.851325로 유의미한 상관관계가 있는 것으로 판단하였다. '24~'26년 Dubai유가는 한국에너지경제연구원의 '24~'26년 전망치를 사용하였다.

②**상품단가**: 상품단가는 국내와 해외의 추정 CP가격에 매입 부대비용을 더하여 산출하였다. 매입 부대비용은 국내와 해외 모두 '과거 4분기 평균 상품단가-CP가격 평균'인 78,000원을 사용하였다.

③**판매단가**: 판매단가는 국내와 해외의 추정 상품단가에 '1+ 마진율'을 곱하여 산출하였다. 마진율의 경우, 국내와 해외 모두 과거 5개년 마진율 평균인 11%에서 LPG 시장의 향후 낮은 성장성을 감안하여 15% 할인하여 9%라고 가정하였다.

(3) 원재료비(LPG)추정

분기별 원재료비(LPG) 추정 Table

(단위: 백만원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
원재료비(백만원)	1,697,252	1,739,406	1,659,877	1,676,876	1,908,746	1,827,905	1,738,476	1,585,669	1,864,044	1,826,076	1,800,022	1,717,242
CP(달러/톤)	625	635	618	579	611	610	569	541	620	623	613	587
평균 환율	1,338	1,383	1,341	1,387	1,415	1,408	1,393	1,383	1,383	1,383	1,383	1,383
CP(원화/톤)	836,250	878,205	828,068	802,669	864,935	858,815	792,253	748,547	857,693	861,293	848,329	812,413
평균상품단가(원)	909,567	952,056	878,242	901,062	916,711	947,920	894,584	835,222	895,243	946,971	926,255	904,526
판매량(톤)	1,866,000	1,827,000	1,890,000	1,861,000	2,082,167	1,928,333	1,943,333	1,898,500	2,082,167	1,928,333	1,943,333	1,898,500

출처: DART, RFS Team 6 추정

LPG 원재료비는 위에서 추정된 평균상품단가에 판매량을 곱해 구하였다.

6. 비용추정

판매비관리비 추정 Table

단위: 십억원	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,931.1	4,412.3	6,494.5	8,066.2	6,992.3	6,997.0	8,887.0	9,330.8
매출원가	4,521.7	3,963.5	6,125.4	7,388.1	6,376.1	6,425.6	8,182.8	8,612.5
매출총이익	409.3	448.9	369.1	678.1	616.1	571.4	704.2	718.3
판매비와관리비	219.8	258.7	263.7	287.6	312.6	318.0	333.1	348.3
인건비	75.9	103.7	106.6	114.9	132.9	144.5	157.2	170.9
유형자산상각비	25.5	29.1	31.5	33.7	35.0	42.8	42.8	42.8
무형자산상각비	23.2	23.9	24.8	24.7	26.2	33.9	33.9	33.9
무형자산상각비	2.3	5.2	6.7	9.0	8.8	8.8	8.8	8.8
연구개발비	-	-	-	-	-	-	-	-
광고선전비	10.5	10.9	7.6	8.1	8.1	9.0	8.8	8.3
판매비	1.5	0.2	3.0	(0.6)	1.9	1.2	1.1	1.3
관리비	105.8	113.7	113.8	130.3	133.3	119.4	122.1	123.8
기타	0.6	0.9	1.1	1.2	1.4	1.0	1.1	1.2
영업이익	189.6	190.2	105.5	390.5	303.6	253.4	371.1	370.0

출처: RFS Team 6

주요 비용 항목인 ①인건비, ②유형자산상각비, ③무형자산상각비, ④기타 순서로 추정하였다.

(1) 인건비

인력 총원 계획이 존재하지 않으며, 프로젝트 계획 진행 완료에 따라 인력 스케줄이 완료되었을 것이라 판단하였다. 이에, 3개년 평균 임금 상승률을 적용하여 추정하였다. 이후 3개년 배분 비율을 반영하여 급여, 퇴직급여, 복리후생비, 주식보상비를 배분해주었다. 급여의 경우 75%, 퇴직급여의 경우 5%, 복리후생의 경우 15%, 주식보상비의 경우 5%를 적용하였다.

(2) 유형자산상각비

감가상각비 추정 Table

(단위: 백만원)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
유형자산상각비	49,976	43,929	56,634	56,630	56,632	72,817	72,818
매출원가		4,393	5,663	5,663	5,663	7,282	7,282
판매비관리비		39,536	50,970	50,967	50,969	65,536	65,536
당기비용		26,332	33,947	33,945	33,946	43,648	43,648
영업권							
현금흐름표		105,997	112,068	112,064	112,066	128,252	128,252
무형자산상각비			3,968	3,968	3,968	3,968	3,968
Total DEP			60,602	60,598	60,600	76,785	76,786

출처: Dart, RFS Team 6 추정

동사의 경우 현재 진행중인 건설자산인 울산 KET 터미널과, LNG탱크가 존재한다. 이에 해당 자산의 대체와 상각 과정을 반영하기 위해 별도 추정 진행하였다. 확정된 자산 추가분을 제외한 나머지 항목들은 보수적으로 향후 동일하게 유지된다 가정하였다. 이에 직전연도와 동일한 상각비용을 반영하였고, 신규 자산이 있는 경우 schedule에 맞추어 상각비를 추가하였다.

- ① **울산 KET**: 24년 9월 완공된 2,367억원 규모의 구축물을 **25년부터 자산(기계장치 계정)에 추가**한 후, 상각비를 반영하였다. **과거 터미널의 내용연수를 20년 가정한 것을 반영**하여 상각비를 추정하였다.

LNG탱크 건설 Schedule

(단위: 십억원)

분기별	24년		25년				26년				27년	감가상각비
금액	97	112	126	141	155	170	184	199	213	228	242	16.0

출처 : Dart, RFS Team 6 추정

- ② **LNG 탱크**: 주석에 공시되어 있는 **공사 완공 일자와 기투자액을 반영**하여 **건설 Schedule**을 추정하였고, 공사 완공일인 26년 12월 이후인 **27년부터 건설중인자산 계정을 제거**하고 자산(구축물 계정)에 대체한 후, 상각비를 반영하였다. 과거 탱크의 내용연수를 15년 가정한 것을 반영하여 상각비를 추정하였다.

위의 과정을 감가상각누계액 기준으로 계산하였으며, 당기에 비용으로 처리되어 손익계산서에 반영되는 상각비의 경우, 직전 3개년의 당기 비용 반영률에 근거하여 배분하였다.

(3) 무형자산상각비 및 기타

사용권자산에 해당하는 무형자산상각비는 일정할 것이라고 가정하여 직전 연도와 동일하게 추정하였다. 이후 유형자산상각비와 합하여 현금흐름표에 배분할 총 상각비를 계산하였다. 이외 광고선전비, 판매비, 관리비, 기타 항목들은 뚜렷한 변화가 없을 것이라 가정하여 5개년 이동평균으로 추정하였다.

예상 포괄손익계산서 (요약)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,992	6,997	8,887	9,331
매출원가	6,376	6,426	8,183	8,613
매출총이익	616	571	704	718
판매비와관리비	313	318	333	348
조정영업이익	304	253	371	370
영업이익	304	253	371	370
비영업손익	5	6	(4)	2
금융손익	181	40	48	84
관계기업등 투자손익	(51)	14	7	(2)
세전계속사업손익	438	301	437	462
법인세 비용	122	73	92	97
계속사업이익	316	228	345	365
중단사업이익	-	-	-	-
당기순이익	316	228	345	365
지배주주	316	228	345	365
비지배주주	-	-	-	-
총포괄이익	316	228	345	365
지배주주	316	228	345	365
비지배주주	-	-	-	-
EBITDA	339	296	414	413
FCF	(162)	(484)	(634)	(2,272)
EBITDA 마진율 (%)	5%	4%	5%	4%
영업이익률 (%)	4%	4%	4%	4%
지배주주귀속 순이익률 (%)	5%	3%	4%	4%

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동으로 인한 현금흐름	617	649	712	747
당기순이익(손실)	316	228	345	365
조정	64	95	80	87
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	337	371	354	362
이자수취	15	8	12	10
이자지급(영업)	-	-	-	-
법인세환급(납부)	(115)	(53)	(78)	(78)
배당금수취(영업)	-	-	-	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(520)	(457)	(489)	(473)
유무형자산처분(취득)	(574)	(543)	(559)	(551)
장단기금융자산의 감소(증가)	38	38	38	38
지분법적용 투자지분 취득처분	(53)	(53)	(53)	(53)
기타	69	101	85	93
재무활동으로 인한 현금흐름	(9)	(115)	(3)	(119)
외화단기차입금의 순증감	(166)	(166)	(54)	(128)
장단기금융부채의 증가(감소)	291	187	239	213
이자지급(재무)	(75)	(63)	(69)	(66)
배당금의 지급	(67)	(74)	(120)	(138)
기타재무활동	7	-	-	-
현금의 증가	88	77	220	155
기초현금	405	494	571	791
환율변동효과	1	7	4	5
기말현금	494	571	791	946

예상 재무상태표 (요약)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,485	2,315	2,537	2,684
현금 및 현금성자산	494	494	571	791
매출채권	750	600	610	512
재고자산	448	451	575	605
기타유동자산	794	770	782	776
비유동자산	3,597	3,704	4,651	5,647
투자자산	750	750	750	750
유형자산	2,102	2,068	2,731	3,428
무형자산	113	886	1,170	1,469
자산총계	6,082	6,020	7,189	8,332
유동부채	1,461	1,504	1,624	1,654
단기차입금	717	717	717	717
매입채무및기타유동채무	397	440	560	590
기타유동부채	347	347	347	347
비유동부채	2,033	1,994	1,958	1,922
사채	1,270	1,232	1,195	1,159
기타비유동부채	763	763	763	763
부채총계	3,494	3,498	3,582	3,575
지배주주지분	2,581	2,746	3,022	3,321
자본금	46	46	46	46
자본잉여금	195	195	195	195
이익잉여금	2,353	2,518	2,794	3,093
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	2,588	2,521	3,607	4,756

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	6	8	6	5
P/B (x)	1	1	1	0
EV/EBITDA (x)	(6)	(7)	(5)	(5)
EPS (원)	34,267	24,676	37,374	39,529
BPS (원)	280,416	273,153	390,752	515,274
DPS (원)	8,000	8,000	13,000	15,000
배당성향 (%)	0%	25%	25%	25%
매출액증가율 (%)	0%	0%	0%	0%
EBITDA증가율 (%)	0%	0%	0%	0%
조정영업이익증가율 (%)	0%	0%	0%	0%
EPS증가율 (%)	23%	-28%	51%	6%
매출채권 회전일수	39	31	25	20
재고자산 회전일수	26	26	26	26
매입채무 회전일수	23	25	25	25
ROA (%)	5	4	5	4
ROE (%)	12	9	10	8
ROIC (%)	7	6	7	-
부채비율 (%)	57	58	50	43
유동비율 (%)	170	154	156	162
당좌비율 (%)	139	124	121	126
자기자본비율 (%)	43	42	50	57