

# SK 이노베이션 (096770)

## 파주에너지서비스 투어 후기

2024년 9월 10일

✓ 투자판단      매수 (유지)    ✓ 목표주가      170,000 원 (유지)  
 ✓ 상승여력      57.3%      ✓ 현재주가 (9월 9일)      108,100 원

### [정위]

이진명 수석연구원  
 ✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

김명주 연구원  
 ✉ kimmj@shinhan.com

### Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

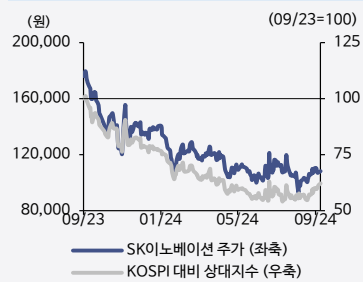
시가총액	10,349.0십억원
발행주식수(유동비율)	95.7백만주 (62.1%)
52주 최고가/최저가	171,000 원/92,800 원
일평균 거래액 (60일)	86,049백만원
외국인 지분율	21.9%

### 주요주주 (%)

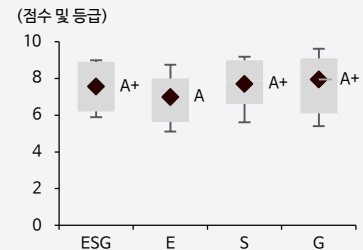
SK 외 10인	36.3
국민연금공단	6.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	7.0	4.1	(36.8)	(22.9)
상대	9.2	11.8	(36.5)	(18.8)

### 주가



### ESG 컨센서스



### 신한생각 E&S 합병 이후 기대되는 긍정적 변화들

브릿지 에너지로 주목받는 LNG 밸류체인을 확보한 SK E&S는 실적 안정성과 성장성 모두 겸비. 합병 통과(8/27) 이후 주식매수청구권(~9/19) 등 남은 절차가 있으나 큰 어려움은 없을 것으로 전망. 기존 사업 간의 시너지(재무적/비재무적) 효과 및 다양한 에너지원을 아우르는 아시아 최대 민간 에너지 기업 탄생 등을 감안할 경우 중장기 성장성은 유효하다는 판단

### SKE&S 핵심 자회사인 파주에너지서비스

E&S는 LNG 직도입을 통해 압도적인 원가/운영 경쟁력을 보유한 국내 1위(5GW) 민간 발전사업자. 저가 LNG 도입을 통한 낮은 발전원가로 급전 순위에서 상위를 차지하며 높은 가동률과 안정적인 실적 유지. 파주에너지서비스(이하 파주ES)는 LNG발전소(1.8GW)와 연료전지(19.8MW)를 보유하고 있으며 23년 기준 E&S 매출액과 영업이익에서 각각 18%, 32%를 차지하는 핵심 자회사(지분율 51%)

파주발전소는 PRISM(E&S 트레이딩 자회사) LNG 장기계약 및 고성능 발전기기로 원가 경쟁력(LNG/유류 112기 중 10위 이내)과 높은 수준 효율 확보. 파주ES의 과거 5년 평균 영업이익률은 16%로 향후 연료도입 최적화 및 높은 운영 안정성으로 캐쉬카우 역할을 지속할 전망

### Valuation & Risk

투자 의견 '매수', 목표주가 170,000원 유지. 최근 2차전지 섹터 반등으로 주가는 저점 대비 18% 상승했으나 단기적으로 SK은 실적 불확실성 여전. 그럼에도 악재는 대부분 선반영됐으므로 추가적인 하락 가능성은 제한적이며 합병 이후 중장기 시너지 관점에서 나무보다 숲을 봐야 한다는 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	78,056.9	3,917.3	1,569.0	9.3	8.5	0.7	6.0	-
2023	77,288.5	1,286.8	256.3	53.5	1.2	0.6	11.9	-
2024F	77,955.1	1,912.2	(46.7)	-	(0.2)	0.5	8.9	-
2025F	80,850.0	3,890.5	1,294.6	8.1	5.7	0.4	5.6	-
2026F	90,559.4	7,347.1	3,646.8	2.9	14.4	0.4	3.3	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### SK E&S LNG 밸류체인



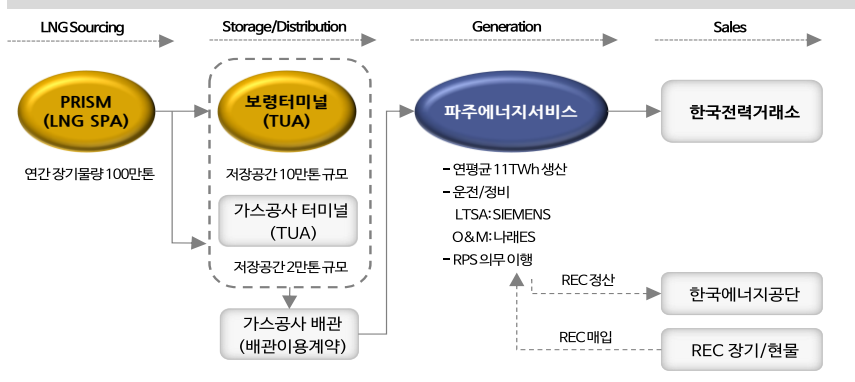
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 파주ES 주요 설비

	파주발전소	강동연료전지
면적	200,770m <sup>2</sup> 파주시 파주읍 봉암리 시설부지 일원	5,893m <sup>2</sup> 서울시 강동구 고덕동 시설부지 일원
발전용량	1,823MW (911MW x 2기)	19.8MW (440kW x 45기)
투자비	1.65조 (Equity 5,500억)	1,168억
LNG 공급	LNG 적도입	PAFC
LTSA / O&M	SIEMENS (독일) / 나래ES	두산퓨얼셀
생산	전기(KPX)	전기(KPX), 열(나래ES), REC(자체)
기타	1) 수도권 소재 국내 최대규모 LNG 발전소 - '24년 상반기 발전량 5,444GWh - 동시에 60만 가정에 공급할 수 있는 전력 생산  2) 저비용/고효율 발전소 - 고성능 발전기기(H Class, SIEMENS)로 높은 수준의 효율  3) 국가 계통상 경기북부 지역 핵심 역할 - 경기 북부 전력 수요 및 송전선로 제약에 따른 핵심 역할 - 남북관계 개선시 전력공급 Potential 다	1) 파주발전소의 RPS 의무 이행 기여 - '24년 상반기 발전량으로 약 75GWh → 15만REC 확보 (연간 필요량의 약 8%)  2) 연료전지 배열 판매로 추가 수익 확보 - 나래ES의 수요처 열공급에 활용될 도매열 판매 ※ '24년 상반기 판매량: 약 77천Gcal (약 31억)

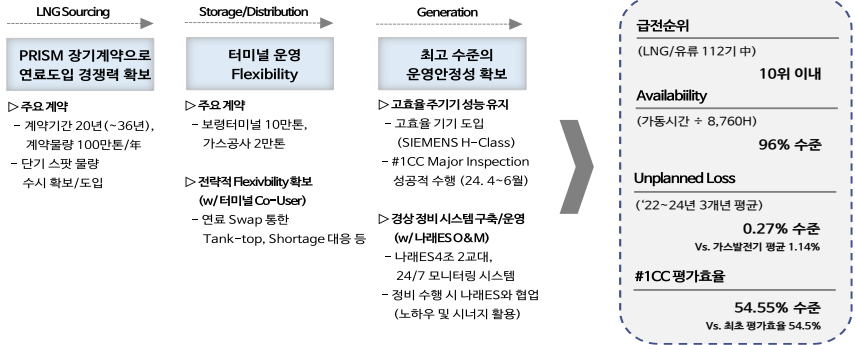
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 파주ES 사업 모델



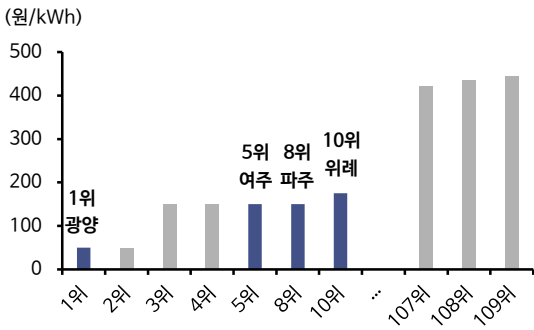
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 파주ES 운영경쟁력



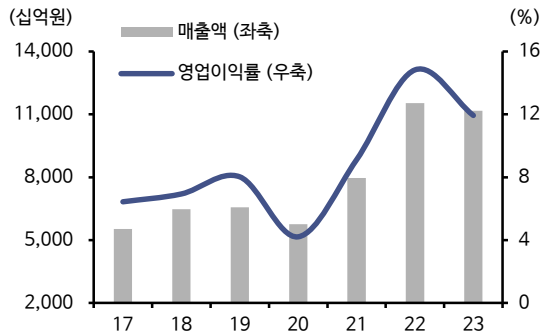
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 국내 발전기 급전순위



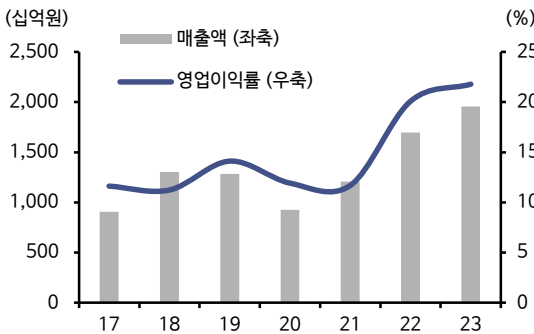
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### SK E&S 매출액, 영업이익률 추이



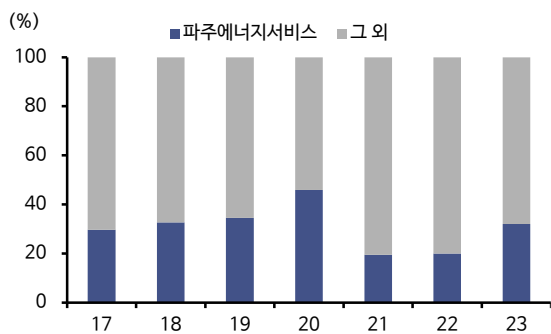
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 파주ES 매출액, 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### SK E&S 영업이익 구성 비중 추이

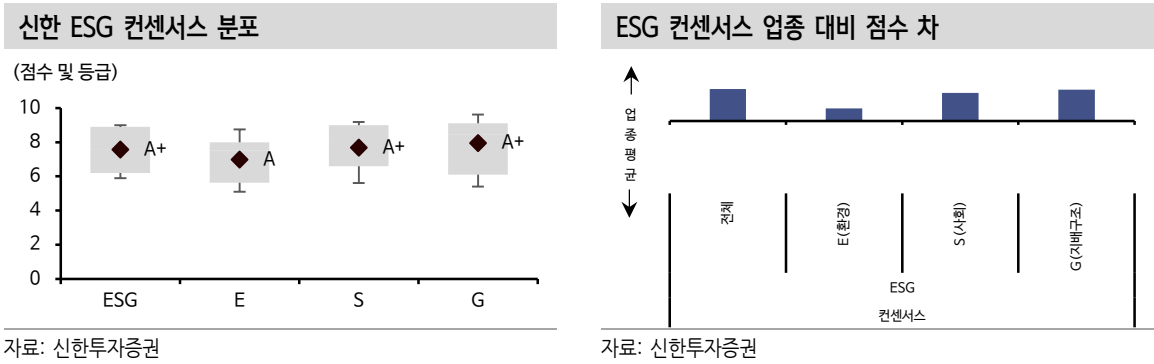


자료: 회사 자료, 신한투자증권

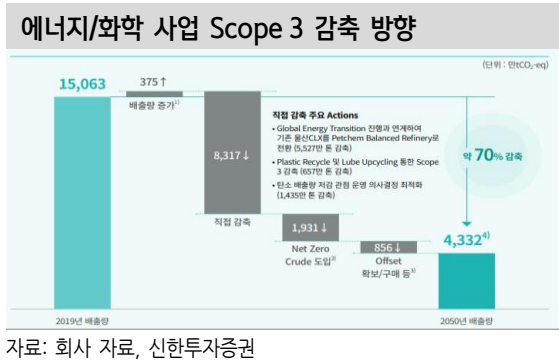
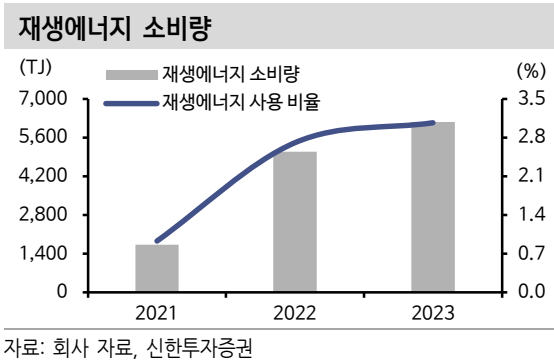
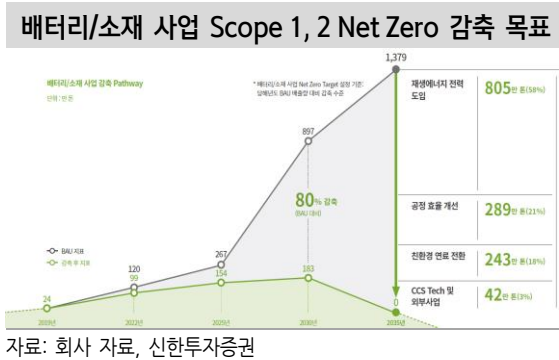
# ESG Insight

## Analyst Comment

- ◆ 환경: 환경 긍정 효과가 부정 영향을 넘어서는 'Green Balance 2030'
- ◆ 사회: 일하기 좋은 기업문화 조성을 위한 구성원 중심의 정책
- ◆ 지배구조: 기업의 지속가능성을 높이기 위한 '이사회 중심 경영' 실천제고에 최선을



## Key Chart



**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>67,218.9</b>	<b>80,835.5</b>	<b>82,554.9</b>	<b>84,883.8</b>	<b>91,090.8</b>
유동자산	31,966.7	33,279.6	28,394.9	29,434.0	36,953.8
현금및현금성자산	9,479.1	13,074.4	7,138.2	7,474.0	12,357.0
매출채권	6,278.8	5,929.4	6,496.3	6,737.5	7,546.6
재고자산	11,857.7	11,122.7	11,589.3	12,019.7	13,463.1
비유동자산	35,252.2	47,555.9	54,160.0	55,449.8	54,137.0
유형자산	25,110.6	35,843.4	42,667.4	44,139.4	42,968.1
무형자산	2,077.7	2,302.1	2,061.3	1,804.5	1,530.8
투자자산	5,518.0	6,730.1	6,750.9	6,825.6	6,957.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>43,976.6</b>	<b>50,815.5</b>	<b>52,588.8</b>	<b>53,472.1</b>	<b>55,607.0</b>
유동부채	27,557.2	29,399.2	30,045.0	31,430.5	33,545.3
단기차입금	7,558.6	8,184.9	8,784.9	9,284.9	9,284.9
매출채무	9,146.4	8,533.9	7,795.5	8,085.0	9,055.9
유동성장기부채	4,839.3	3,435.5	4,035.5	4,535.5	4,535.5
비유동부채	16,419.4	21,416.4	22,543.8	22,041.6	22,061.7
사채	8,419.7	10,003.7	10,703.6	10,382.5	10,382.5
장기차입금(장기금융부채 포함)	6,495.2	9,408.1	9,776.8	9,534.4	9,299.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	23,242.3	30,020.0	29,966.2	31,411.7	35,483.8
자본금	468.6	509.5	509.5	509.5	509.5
자본잉여금	8,198.0	10,395.8	10,395.8	10,395.8	10,395.8
기타자본	(1,322.8)	(833.3)	(833.3)	(833.3)	(833.3)
기타포괄이익누계액	728.2	877.9	877.9	877.9	877.9
이익잉여금	11,579.7	11,252.8	11,206.1	12,500.7	16,147.4
<b>지배주주지분</b>	<b>19,651.6</b>	<b>22,202.7</b>	<b>22,156.0</b>	<b>23,450.5</b>	<b>27,097.3</b>
비지배주주지분	3,590.7	7,817.3	7,810.2	7,961.2	8,386.5
*총차입금	27,349.2	31,048.7	33,317.4	33,754.5	33,521.5
*순차입금(순현금)	16,189.4	17,523.3	25,737.2	25,834.2	20,665.0

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>406.6</b>	<b>5,367.9</b>	<b>1,695.3</b>	<b>5,271.0</b>	<b>8,385.4</b>
당기순이익	1,895.2	554.9	(53.8)	1,445.7	4,072.1
유형자산상각비	1,616.3	1,821.3	2,716.0	3,618.0	4,161.3
무형자산상각비	176.8	208.6	339.9	343.9	347.9
외환환산손실(이익)	(376.5)	(195.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	8.1	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(4.2)	(131.1)	(6.8)	(139.9)	(236.2)
운전자본변동	(4,270.4)	3,766.2	(1,293.9)	9.5	46.5
(법인세납부)	(738.8)	(842.2)	(30.1)	(540.1)	(1,521.5)
기타	2,100.1	191.4	30.2	540.1	1,521.5
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(5,123.3)</b>	<b>(11,244.2)</b>	<b>(9,636.7)</b>	<b>(5,108.7)</b>	<b>(3,005.8)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(6,776.6)	(11,238.1)	(9,540.0)	(5,090.0)	(2,990.0)
유형자산의감소	67.0	21.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(288.4)	(217.8)	(99.1)	(87.1)	(74.2)
투자자산의감소(증가)	(510.3)	(1,102.7)	(6.5)	72.8	111.7
기타	2,385.0	1,293.2	8.9	(4.4)	(53.3)
<b>FCF</b>	<b>(5,931.7)</b>	<b>(4,734.3)</b>	<b>(3,753.7)</b>	<b>1,388.5</b>	<b>6,391.3</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>10,507.2</b>	<b>9,490.4</b>	<b>2,268.7</b>	<b>437.1</b>	<b>(233.1)</b>
차입금의 증가(감소)	9,298.9	3,464.2	2,268.7	437.1	(233.1)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(217.2)	(313.9)	0.0	(0.1)	(0.1)
기타	1,425.5	6,340.1	0.0	0.1	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	(263.6)	(263.6)	(263.6)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	264.9	(18.8)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>6,055.3</b>	<b>3,595.3</b>	<b>(5,936.2)</b>	<b>335.8</b>	<b>4,883.0</b>
기초현금	3,423.8	9,479.1	13,074.4	7,138.2	7,474.0
기말현금	9,479.1	13,074.4	7,138.2	7,474.0	12,357.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

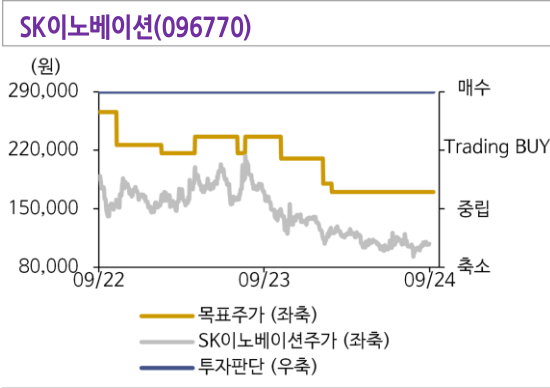
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>78,056.9</b>	<b>77,288.5</b>	<b>77,955.1</b>	<b>80,850.0</b>	<b>90,559.4</b>
증감률 (%)	66.6	(1.0)	0.9	3.7	12.0
<b>매출원가</b>	<b>71,029.7</b>	<b>72,274.5</b>	<b>72,478.3</b>	<b>73,157.2</b>	<b>79,017.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>7,027.2</b>	<b>5,014.0</b>	<b>5,476.9</b>	<b>7,692.8</b>	<b>11,542.4</b>
매출총이익률 (%)	9.0	6.5	7.0	9.5	12.7
<b>판매관리비</b>	<b>3,109.9</b>	<b>3,727.2</b>	<b>3,564.7</b>	<b>3,802.2</b>	<b>4,195.3</b>
<b>영업이익</b>	<b>3,917.3</b>	<b>1,286.8</b>	<b>1,912.2</b>	<b>3,890.5</b>	<b>7,347.1</b>
증감률 (%)	124.9	(67.1)	48.6	103.5	88.8
영업이익률 (%)	5.0	1.7	2.5	4.8	8.1
<b>영업외손익</b>	<b>(1,057.2)</b>	<b>(354.7)</b>	<b>(1,935.9)</b>	<b>(1,904.7)</b>	<b>(1,753.5)</b>
금융손익	(1,009.6)	(934.8)	(1,600.0)	(1,682.6)	(1,648.9)
기타영업외손익	(49.8)	447.1	(350.2)	(369.7)	(348.4)
중소 및 관계기업관련손익	2.3	133.0	14.3	147.5	243.8
<b>세전계속사업이익</b>	<b>2,860.2</b>	<b>932.2</b>	<b>(23.7)</b>	<b>1,985.8</b>	<b>5,593.6</b>
법인세비용	965.0	377.3	30.1	540.1	1,521.5
계속사업이익	1,895.2	554.9	(53.8)	1,445.7	4,072.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,895.2</b>	<b>554.9</b>	<b>(53.8)</b>	<b>1,445.7</b>	<b>4,072.1</b>
증감률 (%)	288.0	(70.7)	적전	후전	181.7
순이익률 (%)	2.4	0.7	(0.1)	1.8	4.5
(지배주주)당기순이익	1,569.0	256.3	(46.7)	1,294.6	3,646.8
(비지배주주)당기순이익	326.2	298.6	(7.1)	151.0	425.4
<b>총포괄이익</b>	<b>2,065.9</b>	<b>654.3</b>	<b>(53.8)</b>	<b>1,445.7</b>	<b>4,072.1</b>
(지배주주)총포괄이익	1,803.4	366.2	(43.1)	1,219.1	3,221.4
(비지배주주)총포괄이익	262.5	288.2	(10.6)	226.5	850.7
<b>EBITDA</b>	<b>5,710.5</b>	<b>3,316.8</b>	<b>4,968.1</b>	<b>7,852.5</b>	<b>11,856.3</b>
증감률 (%)	75.4	(41.9)	49.8	58.1	51.0
EBITDA 이익률 (%)	7.3	4.3	6.4	9.7	13.1

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	19,735	5,682	(551)	14,906	41,987
EPS (지배순이익, 원)	16,338	2,624	(478)	13,348	37,601
BPS (자본총계, 원)	242,030	294,591	308,980	323,886	365,873
BPS (지배지분, 원)	204,639	217,879	228,450	241,798	279,399
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	7.7	24.7	(196.2)	7.3	2.6
PER (지배순이익, 배)	9.3	53.5	(225.9)	8.1	2.9
PBR (자본총계, 배)	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	6.0	11.9	8.9	5.6	3.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	7.3	4.3	6.4	9.7	13.1
영업이익률 (%)	5.0	1.7	2.5	4.8	8.1
순이익률 (%)	2.4	0.7	(0.1)	1.8	4.5
ROA (%)	3.2	0.7	(0.1)	1.7	4.6
ROE (지배순이익, %)	8.5	1.2	(0.2)	5.7	14.4
ROIC (%)	9.5	1.6	9.8	5.8	11.1
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	189.2	169.3	175.5	170.2	156.7
순차입금비율 (%)	69.7	58.4	85.9	82.2	58.2
현금비율 (%)	34.4	44.5	23.8	23.8	36.8
이자보상배율 (배)	6.1	1.1	1.9	3.6	6.8
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	19.6	19.9	27.4	21.2	21.5
재고자산회수기간 (일)	46.1	54.3	53.2	53.3	51.4
매출채권회수기간 (일)	24.6	28.8	29.1	29.9	28.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 19일	매수	265,667	(33.3)	(22.0)
2022년 10월 20일	매수	226,309	(27.6)	(17.6)
2023년 01월 27일	매수	216,469	(24.1)	(10.1)
2023년 04월 11일	매수	236,148	(24.4)	(14.0)
2023년 07월 14일	매수	216,469	(16.5)	(6.6)
2023년 07월 31일	매수	236,148	(28.1)	(12.6)
2023년 10월 18일	매수	210,000	(35.7)	(26.0)
2024년 01월 19일	매수	180,000	(34.9)	(29.4)
2024년 02월 07일	매수	170,000	(34.1)	(24.2)
2024년 08월 08일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이진명, 김명주)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 SK이노베이션을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 06일 기준)

매수 (매수)	94.21%	Trading BUY (중립)	3.86%	중립 (중립)	1.93%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------