



BUY(유지)

목표주가(12M) 130,000원
현재주가(8.27) 109,800원

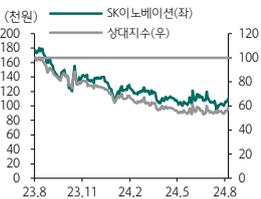
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,689.25
52주 최고/최저(원)	180,000/92,800
시가총액(십억원)	10,511.8
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	151,034.8
60일 평균 거래량(천주)	805.9
60일 평균 거래대금(십억원)	90.7
외국인지분율(%)	21.83
주요주주 지분율(%)	
SK 외 10인	36.25
국민연금공단	6.36

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	76,694.5	79,618.0
영업이익(십억원)	1,514.4	3,166.2
순이익(십억원)	(197.9)	1,398.2
EPS(원)	(1,504)	7,665
BPS(원)	146,927	153,941

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	78,056.9	77,288.5	76,903.8	80,462.2
영업이익	3,917.3	1,903.9	1,271.2	2,349.5
세전이익	2,860.2	932.2	(23.4)	1,577.2
순이익	1,569.0	256.3	(316.6)	1,078.8
EPS	16,339	2,624	(3,241)	11,124
증감율	437.11	(83.94)	적전	흑전
PER	9.27	53.47	(33.88)	9.87
PBR	0.69	0.62	0.47	0.45
EV/EBITDA	5.98	11.93	8.37	6.74
ROE	8.49	1.22	(1.44)	4.81
BPS	218,491	226,492	234,718	245,842
DPS	0	0	0	0



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 신홍주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

글로벌 에너지 시장 트렌드와 SK E&S 합병의 의미

Bridge 에너지 혹은 최종 목적지로 거론되는 가스/LNG

2023년부터 가속화되기 시작한 Super Major의 투자 시계는 가스/LNG 투자를 향하고 있다. 신재생의 간헐성에서 오는 에너지 가격 급등과 고금리 장기화에 따른 수익성 악화가 Bridge 에너지원의 필요성을 각인시키는 계기가 되었기 때문이다. Saudi Aramco의 전략 변화가 대표적이다. AI/데이터센터향 전력 수요 충족은 물론 중장기 석탄 대체 가능성까지 감안하면 LNG 비즈니스는 향후 20년 이상 지속될 전망이다. SK의 SK E&S 합병 또한 글로벌 Super Major의 중장기 전략과 유사한 배경 하에 추진된다는 측면에서 긍정적이다.

SK E&S의 독특한 사업구조: 가스/LNG와 발전을 동시에

SK E&S는 2022~23년 2년 간 2조원 내외의 EBITDA를 창출했으며, 1H24는 약 9천억원을 기록했다. 중장기적으로 SK E&S는 LNG 밸류체인 통합의 강점을 바탕으로 가격 변동성 확대 시에도 Upstream과 Downstream이 서로 완충 작용을 하며 안정적 이익 창출이 가능하다. Upstream은 미국 Woodford 자체 가스전(110만톤)과 Freeport LNG를 통해 총 LNG 필요량의 40%인 220만톤을 생산/도입한다. 인니 Tangguh(비중 10%) 50만톤 또한 국내 최고 경쟁력의 LNG 발전소를 가동할 수 있는 근본 배경이다. Tangguh LNG의 2026년 계약 만료로 전사 구매 단가 상승 우려가 상존하나, 3Q25 신규 가동되는 호주 BC 가스전이 Brownfield PJ로 투자비/액화비 절감이 가능하다는 점에서 우려를 상쇄할 것으로 기대한다. Midstream의 보령LNG 터미널은 연간 매출액 2,500억원 내외를, OPM 평균 34%(최근 40% 전후)를 기록한 알짜다. Downstream 전력/집단에너지는 2022~23년 SMP 강세 영향으로 매출액 연간 4조원 이상, 세전이익 4천억원 중반(이익률 10%)을 기록했다. 자체 LNG 도입의 강점 덕에 급전 순위 상위를 차지하며 발전소의 가동률은 높게 유지되고, SMP 강세에 따른 차익을 취할 수 있었기 때문이다. 도시가스 또한 연간 영업이익 약 1,500억원 내외를 창출하는 안정적인 사업이다.

SK E&S 합병은 부정적 효과보다 긍정적 효과에 무게

8/27일 합병 통과에도 불구하고, 주식매수청구권이 문제가 될 수 있다. 하지만, 회사는 보유 현금(1.4조원)과 합병 시너지를 감안해 합병을 강행할 전망이다. SK E&S 합병 시 기대되는 효과는 SK이노베이션의 이익 변동성 완화 및 이익 창출 능력 확대다. 이자보상배율 등 재무구조도 소폭 개선된다. SK E&S 주식 교환 과정에서 SKI의 발행주식수 약 58% 증가로 주당 가치 희석 효과가 발생한다는 점, SK온의 흑자전환 시점에 대한 불확실성은 부정적 요소다. 하지만, 최근 주가 조정을 통해 희석 효과는 이미 반영되었으며, 지금부터는 중장기 시너지 효과에 주목해야 한다. 다만, 단기적으로 SK온에 대한 리스크는 주가 상단을 제약하는 요인이 될 수 있다. 목표주가는 향후 매수청구권 행사 등 제반 절차가 마무리된 후에 조정하도록 하겠다.

1. Bridge 에너지 혹은 최종 목적지로 거론되는 가스/LNG

Super Major의 투자 시계 가속화

코로나 이후 탈탄소 정책에 따른 사업 불확실성, 저금리 기조 하에서 강력했던 신재생에너지 성장세 등으로 움츠렸던 Super Major의 투자 시계가 2023년부터 가속화 되기 시작했다. 신재생에너지의 간헐성에서 오는 유가/가스 가격 급등 및 이에 따른 인플레이 리스크, 고금리 장기화에 따른 신재생에너지의 수익성 악화 등이 Super Major의 전통에너지원 혹은 Bridge 에너지원에 대한 필요성을 확산하는 계기가 되었기 때문이다. 이러한 ‘확신’은 두 가지 경로를 통해 발현되고 있다. 1) 미국 Oil&Gas 산업 내에서의 대규모 인수합병 가속화 2) Energy Transition을 위한 글로벌 Super Major의 가스/LNG 투자 본격화다.

미국 Oil&Gas 산업의 인수합병 움직임 본격화

2010년 대 Shale Boom에 생겨났던 Oil&Gas 업체들은 2023년부터 Super Major에 인수 합병 되고 있다. 이는 10년 래 최대 규모다. 2023년 말 ExxonMobil의 Pioneer 인수(약 84조원), Chevron의 Hess 인수(약 70조원), Occidental의 CrownRock 인수(약 16조원), 2024년 초 Chesapeake의 Southwestern Energy 인수(약 10조원)가 대표적이다. 이러한 미국 Oil&Gas 업계의 통합(Consolidation)은 중장기적으로 Super Major의 시장 장악력 확대와 높은 Cash Flow 창출로 귀결될 것이고, 이는 곧 본인들의 장점인 가스/LNG, 탄소포집, 블루수소/암모니아 기반 Energy Transition 전략의 기반이 되어줄 것이다.

글로벌 업체들의 가스/LNG로의 전략 변화

최근 Super Major의 전략 변화는 Saudi Aramco 사례를 통해 명확히 확인된다. 최근 사우디 에너지부 장관은 에너지 전환을 위해 원유 설비 투자계획을 축소하는 대신, 자국 내 천연가스 생산 목표치를 2021년 대비 2030년 +50%에서 +60%로 상향했다. 이를 통해, 전력생산과 블루수소/암모니아 생산, 나아가 LNG 수출로 비즈니스를 확대할 계획인 것이다. 2025년 생산 예정된 Jafurah 가스전(2025년 0.2bcf/d → 2030년 2bcf/d)이 Aramco의 대표적인 가스/LNG 야망이 응축된 프로젝트이며, 2023년 9월에는 해외 LNG 투자의 일환으로 MidOcean의 소수지분을 매수한 바 있다. 2024년 6월에는 각각 미국 NextDecade/Sempra 등과 20년 LNG 공급 계약을 체결했다. 이외에도 중동의 UAE는 Ruwais LNG를 통해 2028년 수출 Capa를 2배 확대할 계획이며, 인도의 Indian Oil은 LNG 규모를 현재 780만톤에서 2024년 2천만톤으로 2배 이상 확장할 계획이다. 미국의 ExxonMobil, 유럽의 Shell, BP, TotalEnergies 등의 전략에서도 가스/LNG를 Bridge 에너지원 혹은 최종 목적지 에너지원으로 생각하고 있다는 점이 뚜렷하게 확인된다.

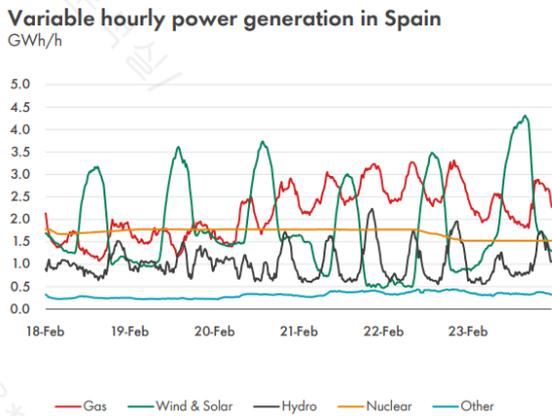
가스/LNG 투자 본격화는 전기화 시대 대비는 물론 중장기적으로는 석탄 발전을 대체하기 위한 전략

Super Major의 가스/LNG 투자 본격화는 AI/데이터센터 중심의 전기화 시대의 도래, 이에 따른 전력 수요 급증이라는 “파이 확대”에 대비하기 목적뿐 아니라, 중국/인도/동남아의 석탄 발전 수요를 대체하기 위한 목적도 동시에 상존한다. 따라서, Super Major의 전략은 향후 5~10년이 아닌 향후 20년 이상에 초점이 맞춰져 있다. 이미 우리는 유럽 주요 건설사 및 중국/한국 조선소의 수주 상황을 통해 천연가스부터 LNG, 블루수소/암모니아, 혼소발전이 이르는 밸류체인이 향후 20년 이상의 전력 수요 충당을 위해 형성되어 가는 과정을 직접 목격하고 있다.

글로벌 Super Major와 유사한 SK이노베이션-SK E&S의 합병

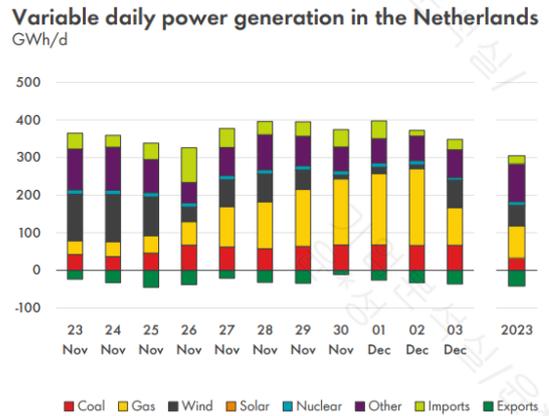
SK이노베이션의 SK E&S 합병 또한 글로벌 Super Major의 중장기 전략 방향과 유사하다는 점에서 긍정적이다. SK E&S의 가스 생산, LNG트레이딩/발전, 재생에너지/수소사업이 에너지 전환 과정에서 발생 가능한 간극(SK이노베이션의 석유/화학 vs. SK온의 EV배터리)을 메워줄 수 있기 때문이다.

도표 1. 신재생에너지의 간헐성을 보완하기 위한 가스의 역할(1)



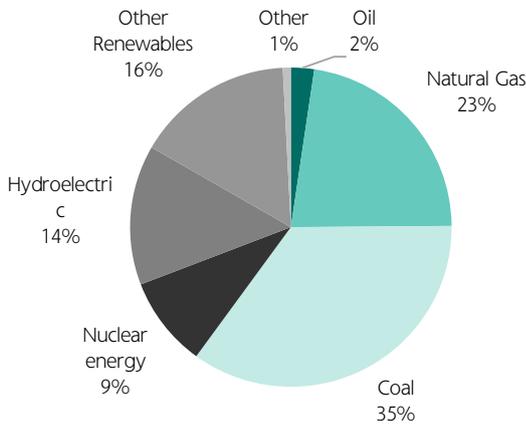
자료: Shell, 하나증권

도표 2. 신재생에너지의 간헐성을 보완하기 위한 가스의 역할(2)



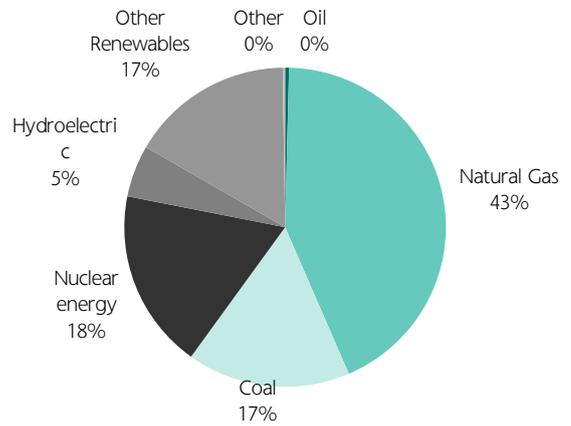
자료: Shell, 하나증권

도표 3. 글로벌 전력 생산의 발전원 별 비중(2023년 기준)



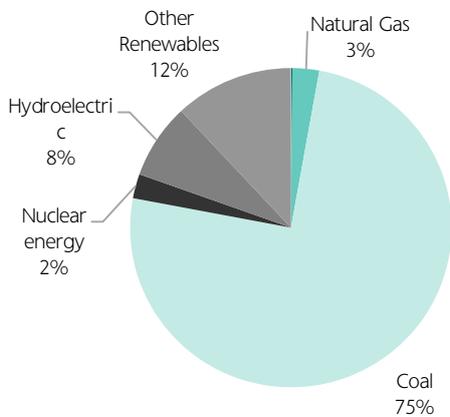
자료: BP, 하나증권

도표 4. 미국의 전력 생산 중 발전원 별 비중(2023년 기준)



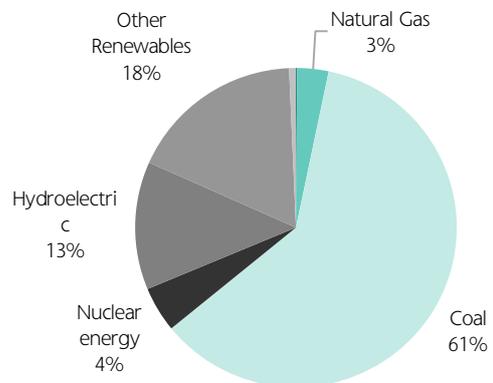
자료: BP, 하나증권

도표 5. 인도 전력 생산의 발전원 별 비중(2023년 기준)



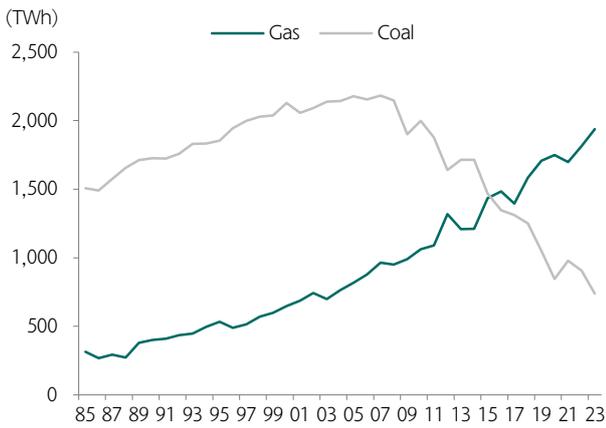
자료: BP, 하나증권

도표 6. 중국의 전력 생산 중 발전원 별 비중(2023년 기준)



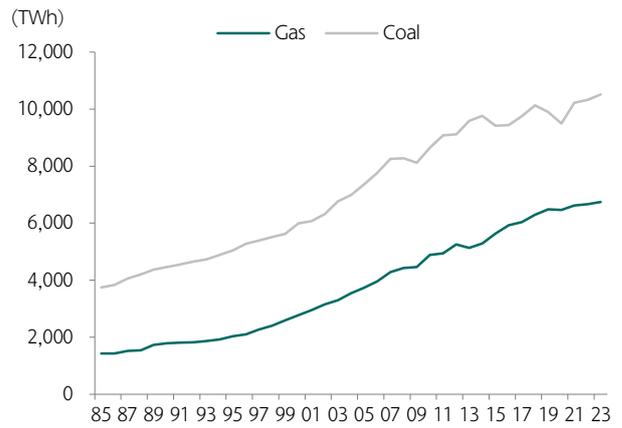
자료: BP, 하나증권

도표 7. 미국의 전력량 생산 구성 변화(Gas vs. Coal)



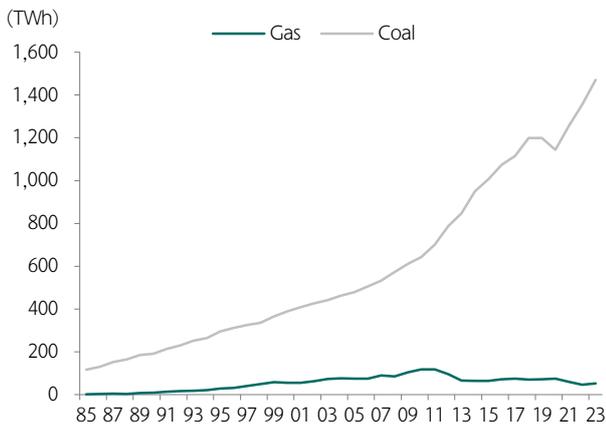
자료: BP, 하나증권

도표 8. 전 세계 전력량 생산 구성 변화(Gas vs. Coal)



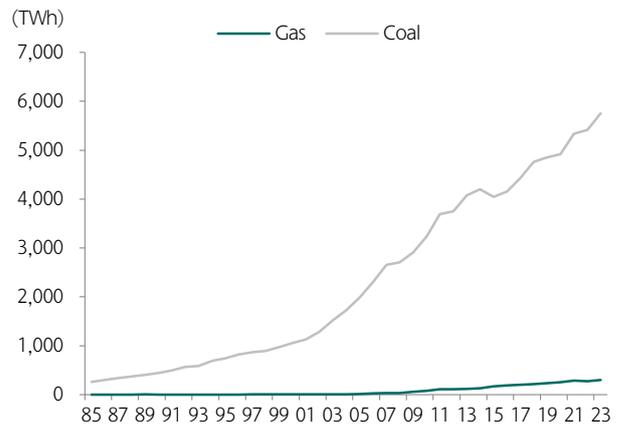
자료: BP, 하나증권

도표 9. 인도의 전력량 생산 구성 변화(Gas vs. Coal)



자료: BP, 하나증권

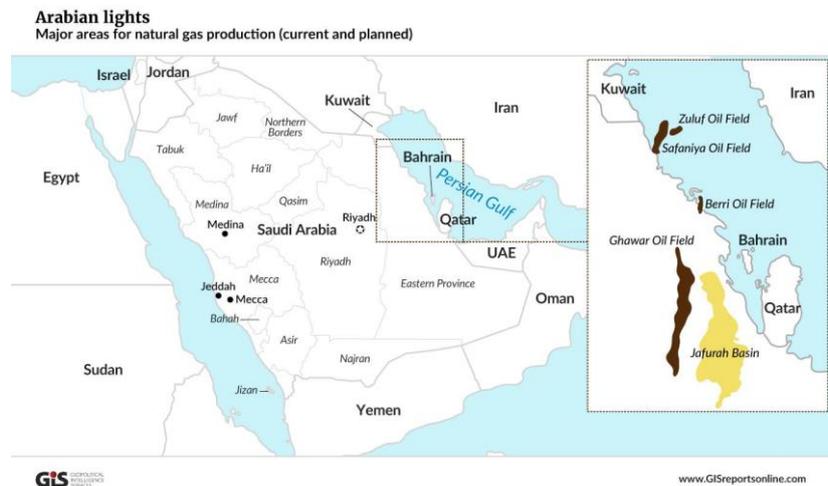
도표 10. 중국 전력량 생산 구성 변화(Gas vs. Coal)



자료: BP, 하나증권

도표 11. Jafurah Gas Field 위치

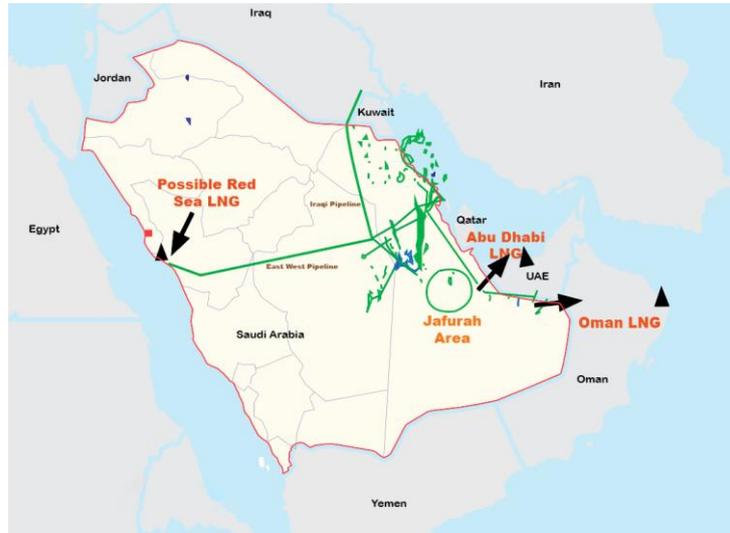
사우디 최대의
Unconventional Gas Field



자료: GIS, 하나증권

도표 12. 사우디 가스전/파이프라인, 그리고 가능한 수출 경로

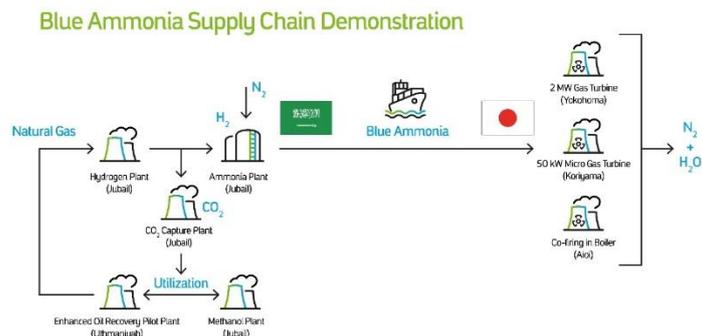
사우디 가스전과 파이프라인,
인접 LNG 터미널



자료: GIS, 하나증권

도표 13. 사우디의 블루 암모니아 공급 계획

블루암모니아를
일본과 한국 등에 수출할 계획



자료: GIS, 하나증권

도표 14. 2023년 Saudi Aramco 최초로 LNG 사업 진출



자료: KITA, 하나증권

도표 15. Aramco, 2024년 6월 중순 NextDecade와 20년 LNG 계약



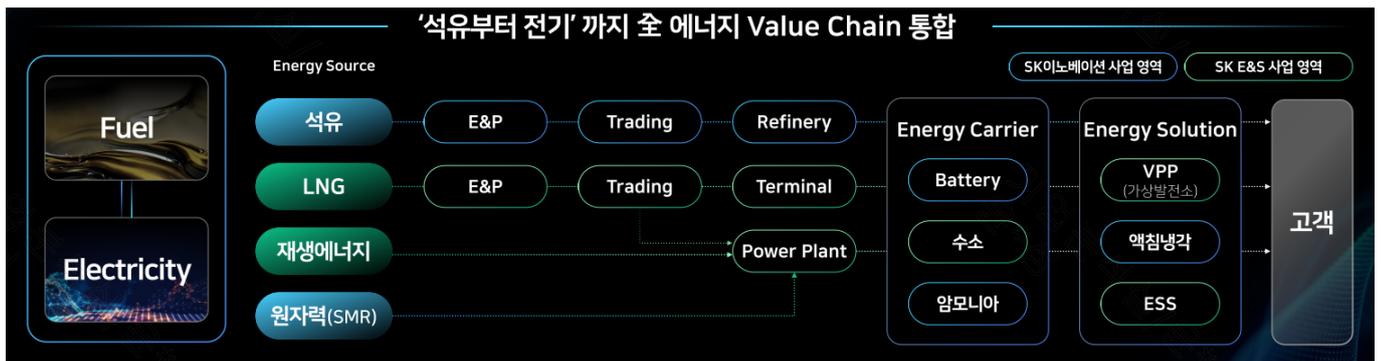
자료: Kordsa, 하나증권

도표 16. SK E&S는 전사 에너지 사업 관점에서 Energy Transition의 Bridge 역할을 수행할 수 있음



자료: SK이노베이션, 하나증권

도표 17. SK E&S 합병으로 석유부터 전기까지 전 에너지 밸류 체인 통합이 가능해짐



자료: SK이노베이션, 하나증권

2. SK E&S의 독특한 사업구조: 가스/LNG와 발전을 동시에

가스 생산/LNG액화/유통부터 발전까지 통합된 밸류체인 보유

Upstream이 통합된 독특한 구조

Upstream의 핵심 설명

SK E&S는 2006년 국내 최초의 민간 직도입 LNG 발전소인 광양 LNG 발전소(1.1GW)의 상업운전을 시작한 이래, 2012년 호주 BC가스전 지분참여, 2013년 미국 Freeport LNG Tolling 계약, 2014년 미국 Woodford 셰일가스전 지분 49.9% 인수, 2017년 보령 LNG 터미널, 파주(1.8GW)/위례(0.5GW) LNG 발전소, 2023년 여주 LNG 발전소(1.1GW)를 가동하면서 LNG 밸류체인을 완성하고 국내 최대의 민간 LNG/발전사로 성장했다.

SK E&S는 LNG트레이딩 및 LNG 발전소 포함 총 발전용량 61GW을 보유한 일본 JERA, 도시가스 공급과 LNG수입/발전(총 발전용량 3.5GW) 업체 도쿄가스(시총 13조원)와 유사하나, 가스전과 LNG액화플랜트 등 Upstream을 보유하고 있다는 독특한 특징이 있다.

Upstream은 2014년 인수한 미국 Woodford 가스전(지분을 49.9%, 110만톤/년 생산)과 2025년 생산 예정인 호주 BC가스전(바로사-칼디타, 지분을 37.5%, 130만톤/년 생산)과 미국 Freeport LNG 터미널, 호주 Darwin LNG 터미널을 중심으로 이뤄진다.

도표 18. SK E&S의 성장 연혁



자료: SK E&S, 하나증권

도표 19. Upstream(가스생산/LNG액화)과 Midstream(LNG 트레이딩/운송/터미널), Downstream(LNG발전소 및 집단에너지)의 통합된 구조



자료: SK E&S, 하나증권

1) Up/Midstream: 가스전과 액화플랜트, 그리고 트레이딩

LNG가격에 연동하는
LNG사업부 이익

SK E&S의 Upstream은 가스전과 LNG 액화플랜트, Midstream은 트레이딩/터미널로 구성되어 있다. LNG 사업부의 이익은 가스/LNG 가격에 주로 연동한다. 이는 1) 자체 가스전에서 생산/액화된 물량의 싱가포르 트레이딩 법인 PRISM향 판매가격 책정 방식에 영향을 주고 2) PRISM 또한 미국 Freeport LNG의 FOB조건(*Free On Board: 액화 플랜트나 LNG 터미널의 선박에 선적되는 순간부터 위험과 책임이 판매자에서 구매자로 이전. 이후의 운송 비용과 위험은 구매자가 부담*)을 활용한 LNG Cargo 최적화가 가능하기 때문이라 판단된다.

도표 20. LNG 가격과 SK E&S의 LNG사업부의 세전이익 비교

LNG가격에 연동하는
LNG사업부 이익



자료: DART, 하나증권

미국 가스전과 액화터미널

SK E&S는 2013년 미국 Freeport LNG와의 220만톤/년 규모로 2020년부터 2040년까지 20년 간의 액화 Tolling 계약을 맺고, 2014년에는 미국 Continental Resource의 Woodford 셰일가스전 지분 49.9%를 인수했다. 해당 가스전에서의 지분율을 감안한 자체 가스 생산 규모는 110만톤/년이다.

도표 21. 2014년 미국 Woodford 가스전 지분 49.9% 인수

SK E&S 미국 셰일가스 공동개발



자료: 경향신문, 하나증권

도표 22. 2013년 미국 Freeport LNG Tolling 계약 체결



자료: 조선비즈, 하나증권

호주 가스전과 액화터미널

SK E&S는 2021년 호주 북부 티모르 해역에 위치한 BC(Barossa-Caldita) 가스전 개발에 대한 최종투자자의사결정 이후 5년 간 총 투자비 4.8조원 중 1.8조원을 투입했다. 지분을 구성은 호주 Santos 50% : SK E&S 37.5% : 일본 JERA 12.5%다. 상업가동 시점은 2025년이다. BC 가스전에서 추출된 천연가스는 CCS 기술이 적용된 저탄소 LNG이며(CO2는 BU 가스전에 포집), 이는 Darwin LNG(DLNG) 터미널로 운송된다. SK E&S는 DLNG를 통해 20년 간 130만톤/년의 LNG를 국내로 도입할 계획이다. 참고로, BC 가스전 전체의 LNG 생산량은 350만톤/년이다.

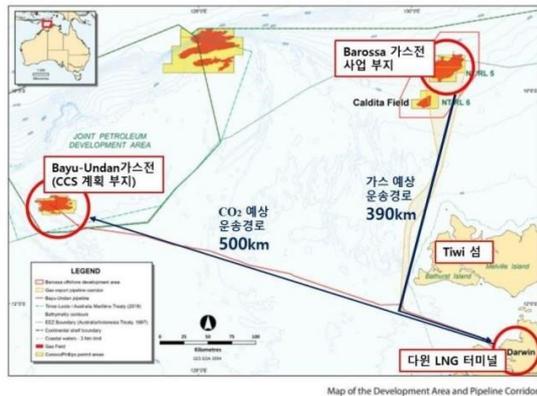
**인니 Tangguh LNG
계약 만료 임박**

인니 Tangguh로부터 LNG 50~60만톤/년을 도입하는 SK E&S의 광양 LNG 발전소는 발전기 급전 순위 최상단에 있을 정도로 원가 경쟁력을 확보하고 있으나, 2026년에는 20년간의 장기공급 계약 만료를 앞두고 있다. 따라서, 2025년 3분기에 신규 가동되는 호주 BC 가스전이 얼마나 Tangguh LNG 대비 원가 경쟁력을 확보하는지가 전사 차원에서의 LNG 구매 단가 결정의 핵심 관건이 된다.

BC 가스전의 이점

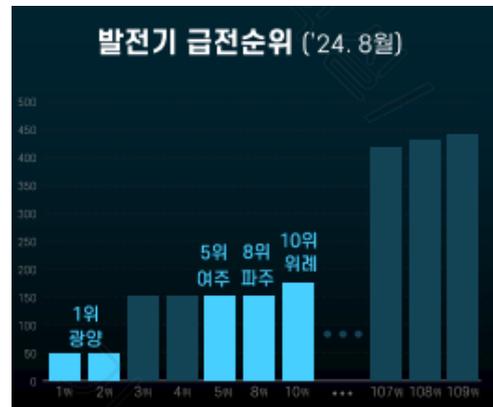
호주 BC 가스전으로부터의 LNG 조달은 1) 인니 Tangguh 대비 규모가 130만톤/년으로 약 2배 가량 크다는 점 2) 2006년부터 BU 가스전의 LNG를 Darwin LNG 액화플랜트(370만톤/년)를 활용한 Brownfield 프로젝트로 투자비 및 액화 비용 절감이 가능하다는 점에서 인니 Tangguh 계약 만료에 따른 LNG 도입단가 상승 리스크를 일정 수준 이상으로 상쇄할 수 있을 것으로 기대된다.

도표 23. BC 가스전과 DLNG 터미널, 그리고 BU가스전



자료: Google, 하나증권

도표 24. 인니 Tangguh LNG를 도입하는 광양 LNG발전소의 급전 순위



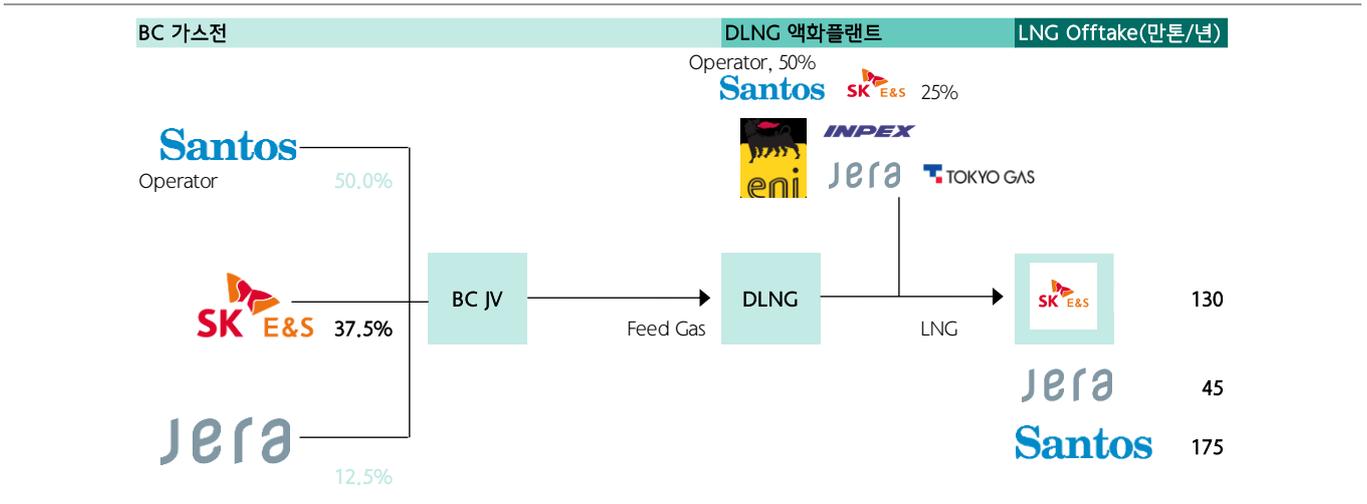
자료: SK E&S, 하나증권

도표 25. 호주 BC 가스전의 Cost 경쟁력 확보 요인

	Brownfield PJ 성립조건	호주 BC 가스전 Position
대체가스전 존재 유무	기존 액화플랜트 인근 대규모 신규 가스전 필요 - 장기간 안정적 Feed Gas Sourcing 확보 중요 - 경쟁력 있는 Upstream Cost 달성 중요	3.4Tcf 대규모 가스전으로 6.8천만톤 LNG 생산가능 - 연간 약 3.5백만톤씩 20년 간 안정적 생산 기대 - DLNG로부터 약 300km 거리의 인근에 위치
액화플랜트/가스전 주주 이해관계	액화플랜트와 가스전 주주 간 이해관계 일치 필요 - PJ 개발/운영 및 계약 조건에 대한 합의 중요	Upstream 사업비 43억\$로 Cost Overrun 미발생 - 지역 내 경쟁력 있는 Upstream Cost 확보 SK E&S의 DLNG 지분 25% 인수로 가스전/액화플랜트 간 Aligned Interest 확보 완료 - BC가스전 37.5% 및 DLNG 25% - 운영사 제외 최대 주주로 사업 참여
		Aligned Interest 바탕으로 낮은 액화 Tariff 확보 - LNG 원가 중 큰 비중을 차지하는 액화비용 절감

자료: SK E&S, 하나증권

도표 26. 호주 BC프로젝트의 사업구조 개요도

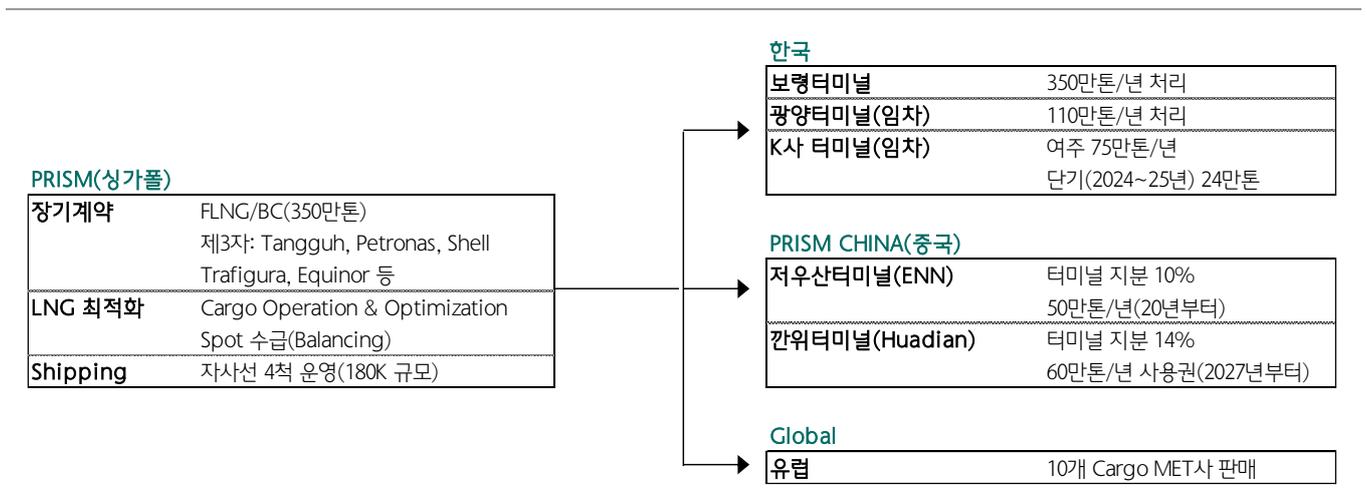


자료: SK E&S, 하나증권

PRISM 사업구조

PRISM은 SK E&S가 지분을 100% 보유한 싱가포르 트레이딩 법인이다. Freeport LNG 220만톤/년 및 제 3자인 Tanguh, Petronas, Shell, Trafigura, Equinor 등으로부터의 물량을 포함해 2024년 기준 총 530만톤/년을 조달했다. PRISM은 자사선 4척을 보유하면서 시황에 따라 보령/광양은 물론 중국/유럽향 장기/단기 물량에 대한 Cargo 운영 및 최적화 등의 작업도 동시에 수행하고 있다. 이 과정에서 보령/광양터미널은 물론, 지분을 10~14% 보유하고 있는 저우산터미널, 간위터미널 등도 활용하고 있다. 향후, 2025년 하반기에는 호주 BC 가스전 150만톤/년을 추가적으로 확보해 중장기적으로 2030년에는 총 1천만톤 이상의 물량을 처리할 계획이다.

도표 27. SK E&S의 Midstream 개요



자료: DART, 하나증권

보령LNG 터미널 개요

보령LNG 터미널은 SK E&S와 GS에너지가 50:50 지분율을 보유하고 있으며, 2017년 초 LNG 저장탱크 1~3호기 총 300만톤/년을 시작으로 현재 총 7호기의 LNG 저장탱크에서 총 700만톤/년의 처리가 가능하다. SK E&S의 처리 능력은 지분율을 감안해 350만톤/년이다. 참고로, 보령 LNG 터미널은 호주, 말레이, 미국에서 주로 LNG를 도입한다.

연간 매출액 2,500억 내외
 영업이익률 평균 34%
 최근 40% 내외

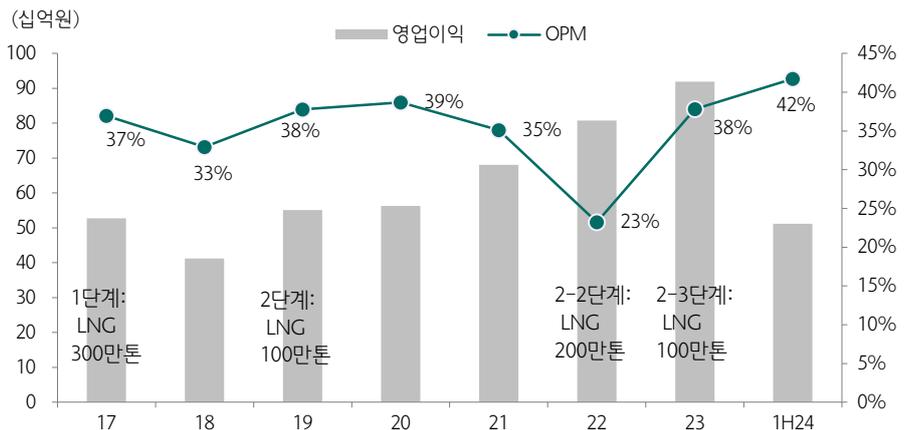
보령LNG 터미널의 연간 매출액은 2017~20년 1,500억원 내외에서 2021년 말 5~6호기, 2023년 말 7호기 가동으로 현재는 2,500억원 내외를 기록하고 있는 것으로 추정된다. 참고로, 2024년 상반기 매출액은 1,230억원이었다. 영업이익률은 2017년 이후 현재까지 평균 34%를 기록하고 있으며, 최근에는 40% 전후에서 형성되고 있다. 참고로, 2023년 연간 영업이익은 920억원, 2024년 상반기 영업이익은 510억원을 기록했다.

광양LNG 터미널도 입차

이외에도 SK E&S는 광양LNG 터미널을 임차해 110만톤/년의 LNG 물량을 도입하고 있다. 참고로, 광양LNG는 인니/말레이 등으로부터 주요 LNG를 도입하는 것으로 추정되며, 주요 이용자는 SK E&S를 포함해, 포스코, S-Oil, GS에너지, 중부발전, 남동발전 등이다.

도표 28. 보령LNG 터미널의 설비 가동 연혁과 영업이익/OPM 비교

평균 OPM 34%
 최근 40% 내외



자료: DART, 하나증권

도표 29. 보령LNG 터미널 개요

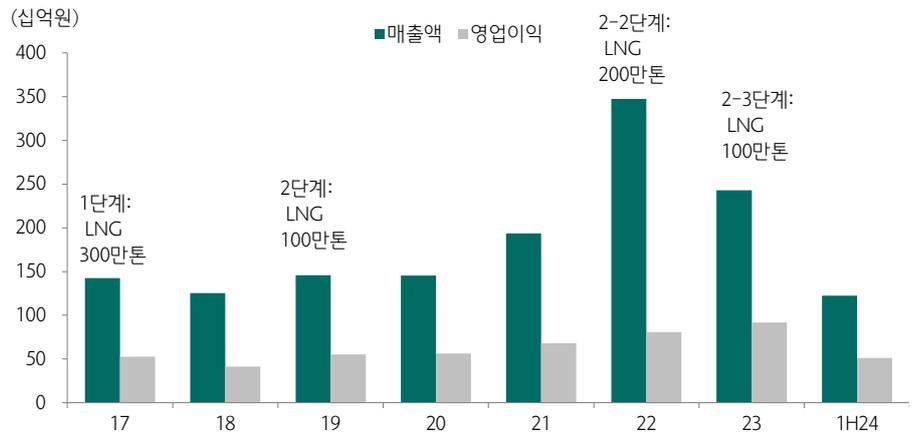
위치: 충청남도 보령시 오천면 영보리 일원
 부지면적: 713,837 m²

	처리 규모	설비	시설 이용자	비고	투자비
1단계	LNG 300만톤/년	LNG 저장탱크 3기(1~3호기)	GS에너지, GS EPS, GS칼텍스, SK E&S, 나래에너지서비스, 파주에너지서비스	상업운전 개시일 2017년 1월	1.1조원
		LPG 저장탱크 1기(4.5만톤)		Use Or Pay Scheme	
2-1단계	LNG 100만톤/년	LNG 저장탱크 1기(4호기)	GS파워, 신평택발전	상업운전 개시일 2019년 7월	1.8천억원
2-2단계	LNG 200만톤/년	LNG 저장탱크 2기(5~6호기)	GS에너지, GS칼텍스, SK계열 신규사업체	상업운전 개시일 2021년 10월	4.5천억원
2-3단계	LNG 100만톤/년	LNG 저장탱크 1기(7호기)	GS계열 신규사업체, SK계열 신규사업체	상업운전 개시일 2023년 8월	1.3천억원
2-4단계(예상)		기화송출설비(360t/h) 추가		상업운전 개시일 2024년 10월	0.5천억원

자료: 하나증권

도표 30. 보령LNG 터미널의 설비 가동 연혁과 매출액/영업이익 비교

LNG가격에 연동하는
LNG사업부 이익



자료: DART, 하나증권

도표 31. 보령LNG 터미널 개요



자료: 보령LNG 터미널, 하나증권

2) Downstream: 전력/집단에너지사업 및 도시가스

LNG발전소의 개요

SK E&S의 Downstream은 LNG발전과 도시가스, 수소사업으로 구성되어 있으며, 특히 LNG 발전은 광양/파주/여주 총 4GW 규모 LNG발전소와 부산정관/나래에너지서비스(하남/위례) 총 1GW 규모의 LNG열병합발전소(집단에너지)를 운영하고 있다.

전력/집단에너지 사업 세전이익률은 10% 내외

전력/집단에너지 사업은 2022~23년 SMP 강세 영향으로 매출액 연간 4조원 이상, 세전 이익 4천억원 중반(세전이익률 10% 내외)을 기록했다. 참고로, 2024년 상반기 매출액은 2.3조원, 세전이익 3천억원(세전이익률 13%)였다.

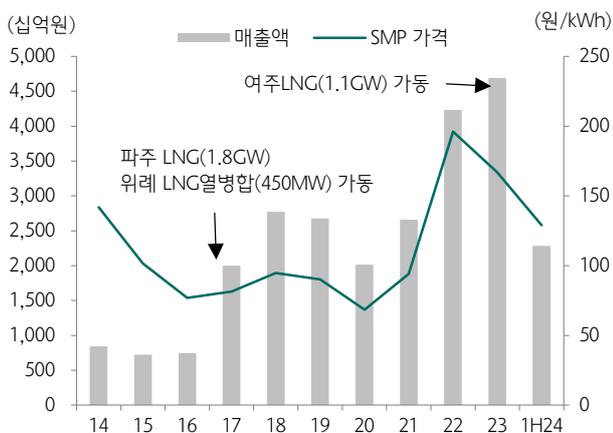
SMP 결정 메커니즘과 LNG 발전소의 수익구조

한국가스공사의 LNG 도입물량 중 80% 이상은 장기공급계약으로 이뤄지며, 국내 LNG 가격 또한 대부분 유가 연동 계약 비중이 높은 한국가스공사의 평균요금제를 기준으로 책정된다. 전력거래소에서는 발전 비용이 낮은 원자력<석탄<LNG 순서로 발전하며 가장 비싼 발전기의 변동비가 시장가격(System Marginal Price, SMP)를 결정하므로, 한국가스공사의 평균요금제를 적용 받는 업체의 발전 시장에서의 경쟁력은 가장 낮은 편이다. 반면, 한국가스공사와 개별 요금 계약을 맺거나, 자체 LNG 직도입이 가능한 LNG발전소는 경제급전원칙에 따라 상대적으로 낮은 변동비를 보유해 발전소의 가동률이 높게 유지될 수 있고, SMP와의 차이도 크게 확대될 수 있다.

SK E&S의 전력/집단에너지 사업 경쟁력의 비결

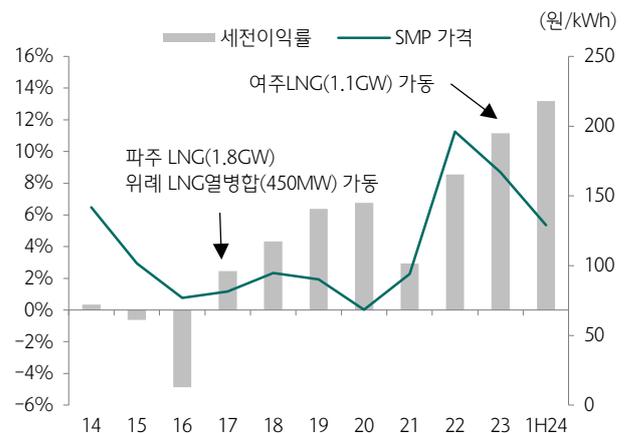
SK E&S 전력/집단에너지 사업의 높은 이익률은 결국 미국 Woodford 및 Freeport LNG 액화플랜트, 인니 Tangguh 등을 통한 저렴한 원료 조달과 싱가포르 PRISM을 통한 LNG Cargo의 최적화의 결과물이다. 상대적으로 낮은 원가의 LNG를 조달하면서 높은 급전 순위를 유지할 수 있기 때문이다. 2026년 인니 Tangguh 장기계약 종료에도 불구하고, 2025년 하반기부터는 호주 BC 가스전과 Darwin LNG를 통해 경쟁력 있는 원재료를 Tangguh 50~60만톤/년 대비 두 배 가량인 130만톤/년 조달할 수 있기에 중장기적으로 전력/집단에너지 사업은 높은 이익 창출이 충분히 가능할 것으로 예상된다.

도표 32. SMP 가격과 전력/집단에너지 사업부의 매출액 비교



자료: DART, 하나증권

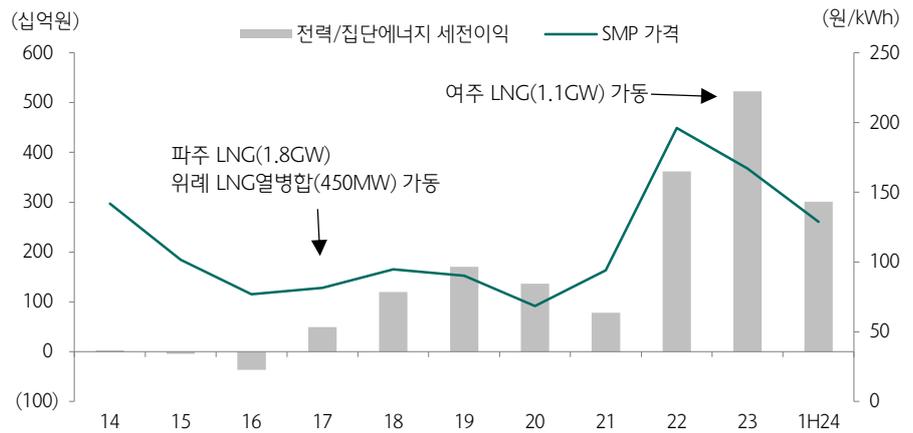
도표 33. SMP 가격과 전력/집단에너지 사업부의 세전이익률 비교



자료: DART, 하나증권

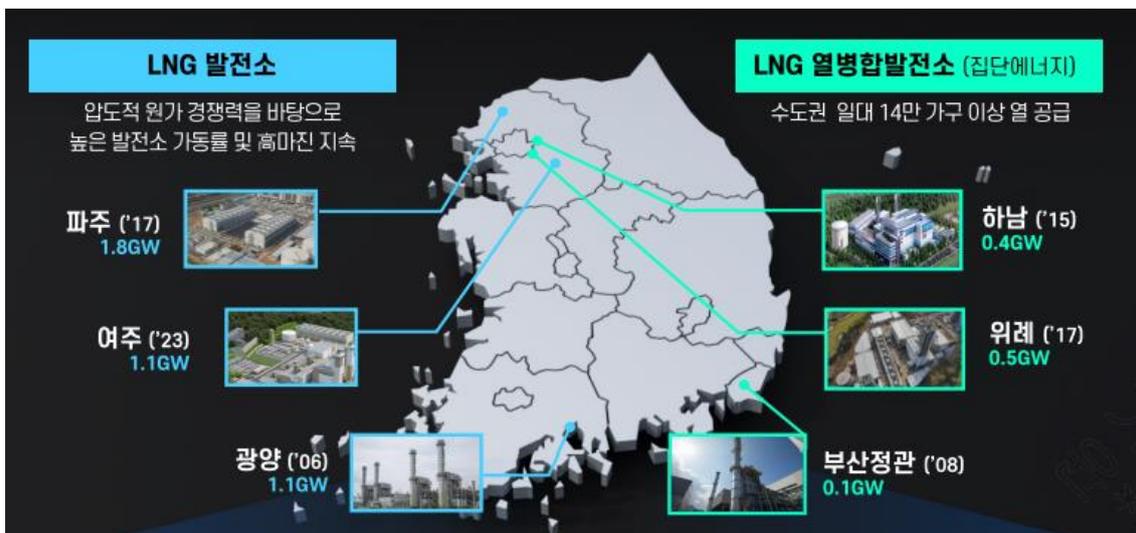
도표 34. SMP 가격과 SK E&S의 전력/집단에너지 사업부의 세전이익 비교

LNG가격에 연동하는
LNG사업부 이익



자료: DART, 하나증권

도표 35. SK E&S의 LNG 발전소/열병합발전소 현황



자료: SK E&S, 하나증권

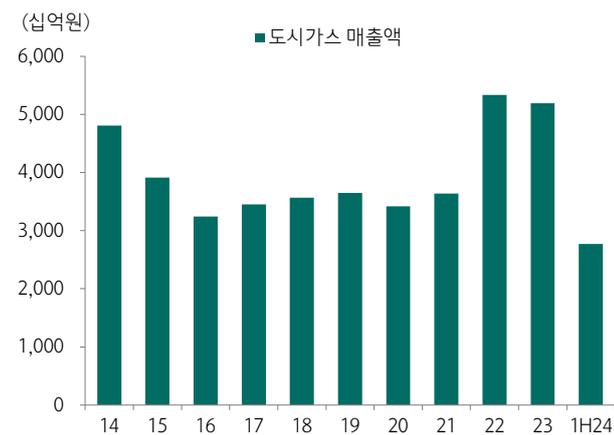
도시가스 연간 영업이익은
약 1,500억원 내외

도시가스 또한 연간 영업이익 약 1,500억원 내외를 창출하는 안정적인 사업이다. 종속회사 코원에너지서비스 포함 7개 도시가스사를 기반으로 점유율 23%를 차지하고 있는 국내 1위 사업자이며, 전국 8개 지역(서울/충북/전북/부산/구미/포항/전남/강원)에서 도시가스를 판매하고 있다.

도시가스 공급 구조

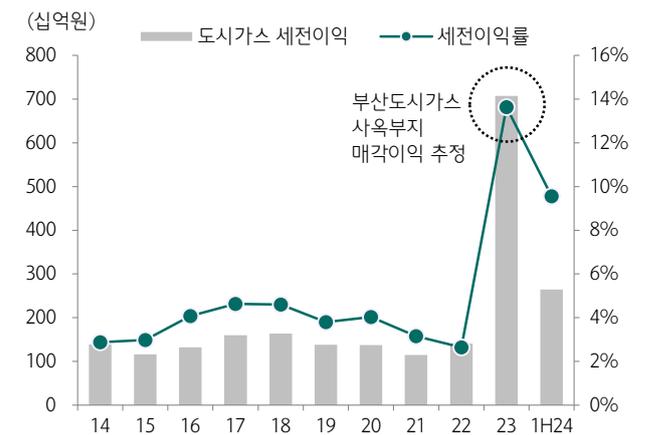
한국가스공사는 국내 유일의 도매 회사로 SK E&S를 포함한 국내 모든 일반도시가스 사업자는 한국가스로부터 천연가스를 구매한다. 한국가스공사는 평택/인천/통영/삼척 인수기지를 통해 LNG를 들여오고, 개별 도시가스 사업자는 배관을 통해 이를 구매한 이후 지구/지역 정압기를 통해 공급 압력을 조절하여 공급권역의 수용가에게 배관을 통해 판매한다. 일반적으로 도매요금은 산업통상부의 가격 정책에 따라 원가를 반영하여 책정되며, 소매요금은 한국가스공사의 도매 요금과 지자체에서 승인한 공급 비용을 더하여 산정된다. 2002년에는 원료비 조정 주기를 3개월에서 2개월로 단축했고, 2020년 8월부터는 '도시가스요금 원료비 연동제 시행지침'에 따라 상업용/도시가스 발전용은 1개월 주기로 유가/환율 변동폭과 무관하게 매월 자동조정, 민수용은 2개월(홀수월) 단위로 산정한다. 또한 산정원료비가 기준원료비 대비 ±3%를 초과할 경우 가격이 변동하여 산정된다.

도표 36. 도시가스 매출액 추이



자료: DART, 하나증권

도표 37. 도시가스 세전이익/이익률 추이



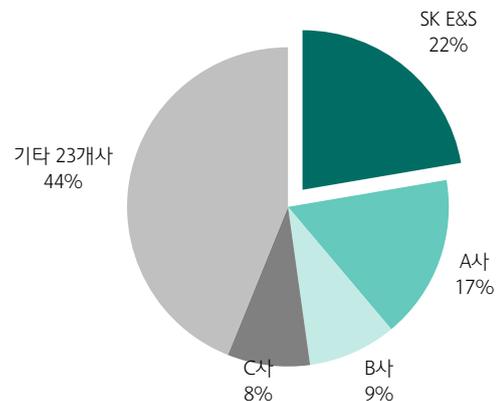
자료: DART, 하나증권

도표 38. 도시가스 판매 지역과 판매량



자료: SK E&S, 하나증권

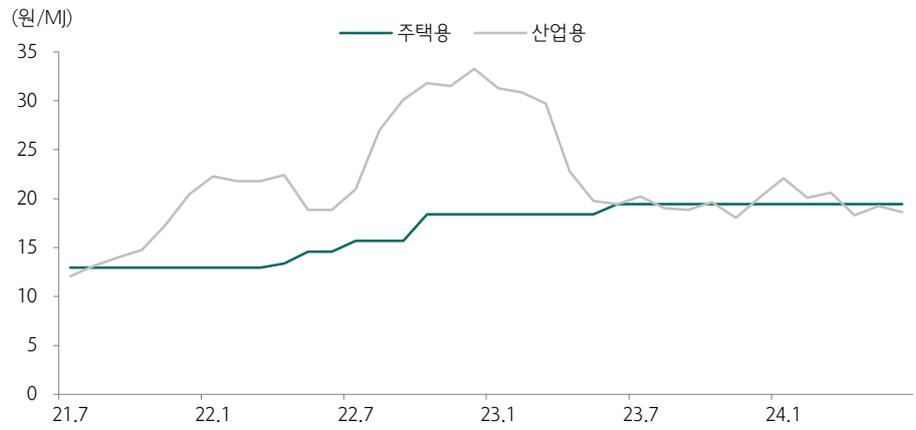
도표 39. 도시가스 국내 M/S 비교



자료: 하나증권

도표 40. 한국가스공사로부터 구입하는 도시가스 도매 요금 추이

도시가스 도매 요금 추이



자료: DART, 하나증권

3) 통합된 LNG 밸류체인, 이익 변동성 완충과 안정적 EBITDA 창출의 근원

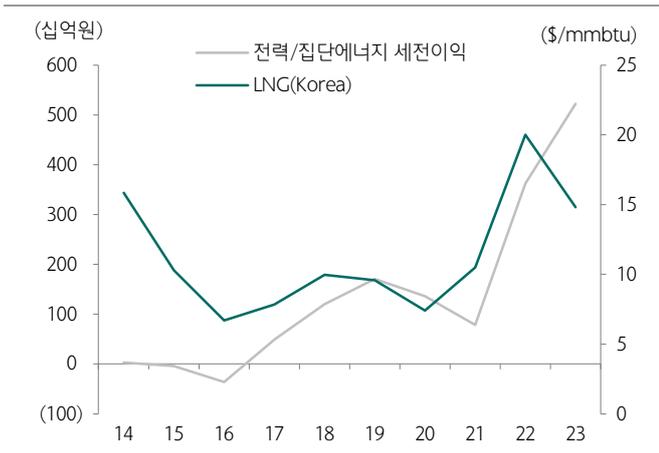
LNG 밸류체인 통합으로
가격 변동성 확대에도
LNG사업과 Downstream이
서로 완충 작용

중장기적으로
Upstream 확장 기대

SK E&S는 2021년 1.2조원을 시작으로 2022~23년 2년 간 2조원 내외의 EBITDA를 창출하고 있으며, 2024년 상반기 기준으로는 약 9천억원의 EBITDA를 기록했다. 이는 유가/LNG, SMP 가격 급등에 따라 LNG 사업은 물론, 전력/집단에너지의 이익 또한 개선된 덕이다. 중장기적으로 LNG 가격 안정화 가능성이 상존하나, 이는 도입단가 하락에 따른 전력/집단에너지의 이익 개선 요인으로 작용할 수 있어 이익 방어가 충분히 가능한 구조다. 즉, SK E&S는 LNG 밸류체인을 통합함에 따라 가격 변동성이 확대되어도 LNG 사업과 Downstream이 서로 완충 작용을 하며 안정적 이익 창출이 가능하다.

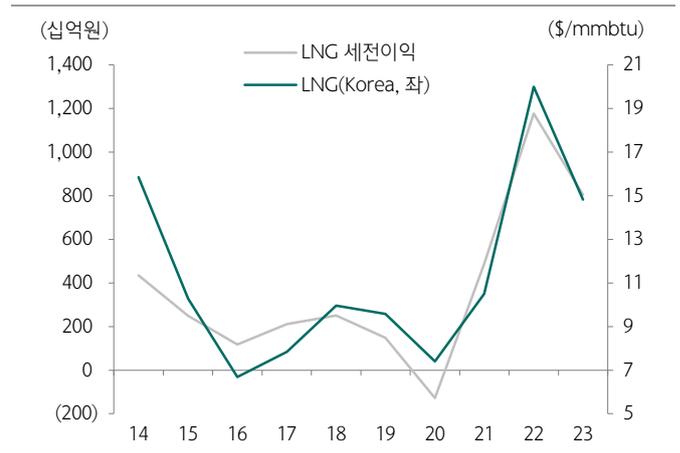
중장기적으로 회사는 이미 확보된 550만톤/년의 LNG 물량을 기반으로 이를 2030년에는 1천만톤까지 늘릴 계획이다. 수요처는 SK E&S의 발전용 360만톤을 기반으로, 신규 수소용, 용인 반도체 클러스터 및 중국 현지 도시가스사, 발전사 등으로 추가 확대를 노리고 있어, Upstream의 추가적인 외형 성장도 기대된다.

도표 41. 전력/집단에너지 세전이익과 LNG 가격 추이



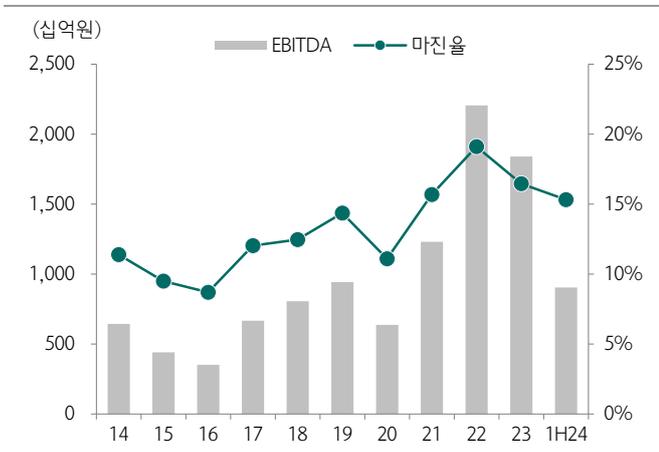
자료: DART, 하나증권

도표 42. LNG 세전이익과 LNG 가격 추이



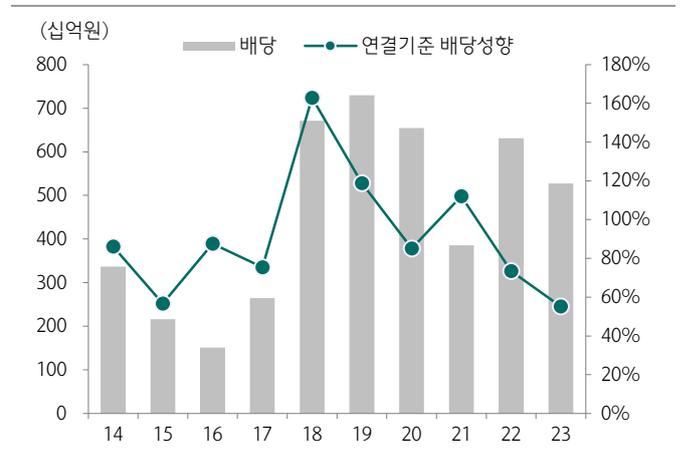
자료: DART, 하나증권

도표 43. SK E&S의 EBITDA와 마진율 추이



자료: DART, 하나증권

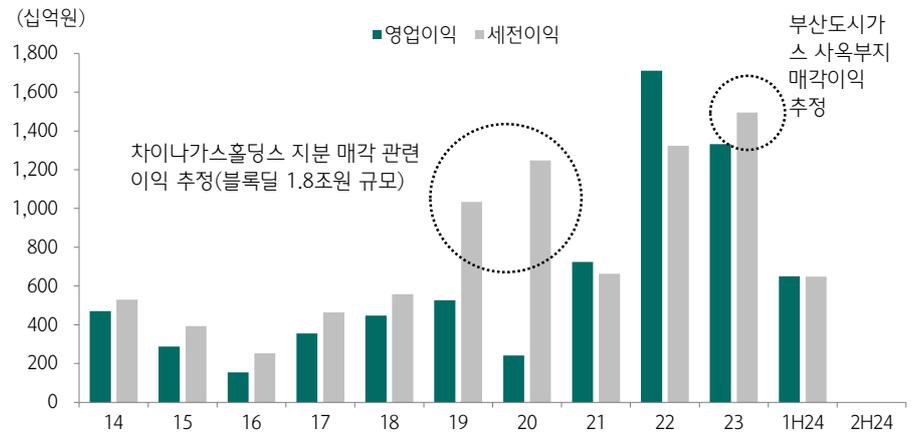
도표 44. SK E&S의 배당금 규모와 연결기준 배당성향



자료: DART, 하나증권

도표 45. SK E&S의 영업이익과 세전이익 추이

2019~20년, 23년
영업외 일회성이익 발생



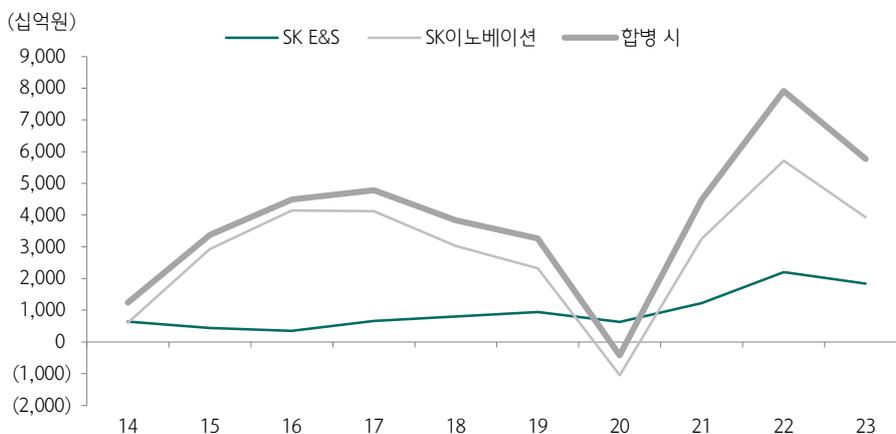
자료: DART, 하나증권

3. SK E&S 합병은 부정적 효과보다 긍정적 효과에 무게

합병 통과	8/27일 임시 주총에서 참석 주주 85.75%의 찬성률로 통과되었다. 합병의 마지막 변수는 8/27~9/19일까지 예정된 주식매수청구권 행사 규모다. 행사 금액은 111,943원이며, 회사의 한도 설정 규모는 8천억원이다. 합병 반대표가 모두 매수청구권을 행사한다고 가정할 경우, SK이노베이션이 매수해야하는 금액은 9,300억원으로 회사의 한도 설정 규모를 상회하게 된다. 하지만, 회사는 예상 범위를 초과하면 이사회와 협의할 것이며 그럼에도 불구하고 보유 현금 1.4조원을 감안하면 충분히 감당 가능하다. 회사는 합병 무산보다 합병을 통해 얻을 수 있는 장기적 시너지가 더 크다고 판단하는 것으로 보인다.
이익 창출 능력 개선 및 재무구조 개선 가능	SK E&S의 합병으로 SK이노베이션의 이익 변동성 완화 및 이익 창출 능력 확대가 가능하다. SK E&S가 1~2조원의 안정적인 EBITDA를 창출함에 따라, SK이노베이션이 연간 Max 5~6조원 규모의 EBITDA 변동폭이 일정 부분 상쇄되기 때문이다. 중장기적으로 2025년 BC 가스전 가동 및 LNG 물량 1천만톤/년 확대 등 자체적인 외형 확대가 이뤄지고, SK에너지와의 협업을 통한 Upstream 가스전 개발의 효율화 및 SKI 계열 내 LNG 직도입 확대를 통한 저가연료 확보 등의 시너지까지 창출되면 이익 안정화 효과는 극대화될 가능성이 높다. 이자보상배율 및 부채비율 등 재무구조도 소폭 개선된다.
주당 가치 희석 및 SK온 불확실성은 여전히 리스크	SK E&S 주식의 교환 과정에서 SK이노베이션의 발행주식수가 약 58% 늘어나며 주당 가치의 희석 효과가 발생한다는 점과 여전히 SK온의 흑자전환 시점에 대한 불확실성이 남아있다는 점은 부정적이다. 하지만, 주가는 최근 조정을 통해 주당 가치의 희석 효과를 이미 반영했으며, 오히려 지금부터는 중장기적으로 창출될 시너지 효과가 더 클 수 있다는 점에 주목해야 한다. 다만, 단기적으로는 신규 공장 가동에 따른 고정비 부담과 기본설비의 저율 가동 등 영향으로 SK온의 흑자전환 시점에 대한 불확실성이 상존하고 있다는 점은 분명한 리스크이며, 이는 여전히 주가의 상단을 제약하는 요소다.
BUY, 13만원 유지	투자의견 BUY, TP 13만원을 유지한다. 목표주가 변동은 향후 매수청구권 행사 등 제반 절차가 마무리된 후에 조정하도록 하겠다.

도표 46. SK E&S와 SK이노베이션의 EBITDA 추이와 합병 시 변화

SK이노베이션의 이익 변동성 완화



자료: DART, 하나증권

도표 47. SK이노베이션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	19,142.9	18,727.2	19,889.1	19,529.3	18,855.1	18,799.1	19,558.3	19,691.3	78,056.9	77,288.5	76,903.8	80,462.2
QoQ(%)	0.0%	-2.2%	6.2%	-1.8%	-3.5%	-0.3%	4.0%	0.7%				
YoY(%)	17.7%	-5.9%	-12.6%	2.1%	-1.5%	0.4%	-1.7%	0.8%	68.3%	-1.0%	-0.5%	4.6%
기타(배터리/E&P)	3,698.6	4,017.2	3,480.0	3,105.1	2,104.0	1,978.6	2,165.5	2,336.3	9,466.8	14,300.9	8,584.5	11,482.5
E&P	328.5	248.8	238.9	310.0	370.1	371.9	380.5	376.7	1,526.4	1,126.2	1,499.2	1,488.5
배터리	3,305.3	3,696.1	3,172.7	2,723.1	1,683.6	1,553.5	1,708.9	1,879.7	7,617.7	12,897.2	6,825.7	9,596.2
소재(LiBs 등)	42.4	52.3	48.1	50.0	31.7	43.6	62.1	68.0	235.1	192.8	205.4	347.1
석유	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,878.0	12,854.8	13,164.0	13,420.5	13,368.9	52,581.7	47,550.6	52,808.2	53,140.0
화학	2,535.1	2,857.4	2,899.7	2,452.0	2,759.0	2,594.0	2,788.3	2,788.4	11,026.9	10,744.2	10,929.7	11,104.0
윤활유	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,094.2	1,137.3	1,062.5	1,183.9	1,197.7	4,981.5	4,692.8	4,581.4	4,735.7
영업이익	375.0	-106.8	1,563.1	72.6	624.7	-45.8	213.1	479.2	3,917.4	1,903.9	1,271.2	2,349.5
영업이익률(%)	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	3.3%	-0.2%	1.1%	2.4%	5.0%	2.5%	1.7%	2.9%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	-95.4%	760.5%	적전	흑전	124.8%				
YoY(%)	-77.3%	적전	122.1%	흑전	66.6%	적지	-86.4%	560.0%	102.9%	-51.4%	-33.2%	84.8%
기타(배터리/E&P)	-263.9	-125.6	-51.6	8.8	-246.9	-371.7	-171.5	-1.1	-624.0	-432.3	-791.3	145.6
영업이익률(%)	-7.1%	-3.1%	-1.5%	0.3%	-11.7%	-18.8%	-7.9%	0.0%	-6.6%	-3.0%	-9.2%	1.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전
E&P	113.5	68.2	79.4	107.1	154.4	142.1	146.7	144.5	641.5	368.2	587.7	567.1
배터리	-344.7	-131.5	-86.1	-18.6	-331.5	-460.1	-264.5	-92.0	-1,072.7	-580.9	-1,148.0	-206.7
소재(LiBs 등)	-4.0	-0.1	3.5	11.6	-64.4	-70.1	-50.0	-45.0	-48.0	11.0	-229.5	-84.3
영업이익률(%)	-9.4%	-0.2%	7.3%	23.2%	-203.2%	-160.8%	-80.5%	-66.2%	-20.4%	5.7%	-111.7%	-24.3%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	231.4%	적전	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적전	흑전	적전	적지
석유	274.8	-411.2	1,112.5	-165.2	591.1	144.2	160.9	253.0	3,391.1	810.9	1,149.2	1,137.6
영업이익률(%)	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	1.1%	1.2%	1.9%	6.4%	1.7%	2.2%	2.1%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-75.6%	11.6%	57.2%				
YoY(%)	-81.8%	적전	251.5%	적지	115.1%	흑전	-85.5%	흑전	192.3%	-76.1%	41.7%	-1.0%
화학	108.9	170.2	237.0	0.4	124.5	99.4	124.4	116.1	127.1	516.5	464.5	649.6
영업이익률(%)	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	4.5%	3.8%	4.5%	4.2%	1.2%	4.8%	4.2%	5.9%
QoQ(%)	흑전	56.3%	39.2%	-99.8%	31,025.0%	-20.2%	25.2%	-6.7%				
YoY(%)	249.0%	123.9%	118.8%	흑전	14.3%	-41.6%	-47.5%	28,928.1%	-21.0%	306.4%	-10.1%	39.9%
윤활유	259.2	259.9	261.7	217.0	220.4	152.4	149.3	156.2	1,071.2	997.8	678.3	501.0
영업이익률(%)	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	19.4%	14.3%	12.6%	13.0%	21.5%	21.3%	14.8%	10.6%
QoQ(%)	-3.4%	0.3%	0.7%	-17.1%	1.6%	-30.9%	-2.0%	4.6%				
YoY(%)	22.5%	1.8%	-22.1%	-19.2%	-15.0%	-41.4%	-43.0%	-28.0%	11.5%	-6.9%	-32.0%	-26.1%
당기순이익	-52.0	-120.4	729.6	-2.3	-97.6	-639.7	72.2	352.0	1,895.2	554.9	-351.7	1,198.7
당기순이익률(%)	-0.3%	-0.6%	3.7%	0.0%	-0.5%	-3.4%	0.4%	1.8%	2.4%	0.7%	-0.5%	1.5%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	387.3%				
YoY(%)	적전	적전	316.5%	적지	적지	적지	-90.1%	흑전	288.0%	-70.7%	적전	흑전
지배순이익	-131.1	-222.1	691.3	-81.8	-72.6	-572.9	65.0	263.9	1,569.0	256.3	-316.6	1,078.8

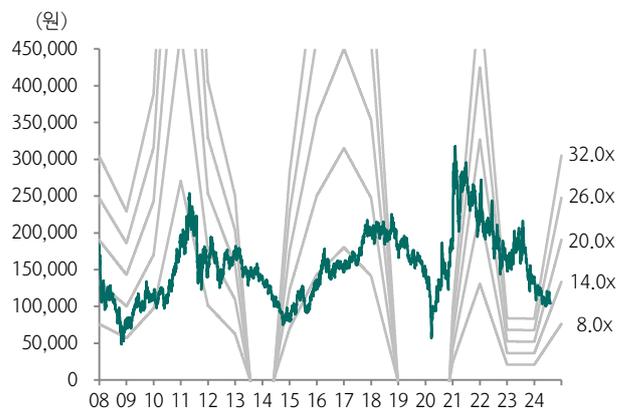
자료: 하나증권

도표 48. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 49. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	78,056.9	77,288.5	76,903.8	80,462.2	85,111.0
매출원가	71,029.7	72,274.5	72,890.2	75,441.3	79,649.2
매출총이익	7,027.2	5,014.0	4,013.6	5,020.9	5,461.8
판매비	3,109.9	3,727.2	2,742.4	2,671.3	2,810.8
영업이익	3,917.3	1,903.9	1,271.2	2,349.5	2,651.0
금융손익	(1,009.6)	(934.8)	(1,344.6)	(852.3)	(938.4)
종속/관계기업손익	2.3	133.0	50.0	80.0	80.0
기타영업외손익	(49.8)	(170.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	2,860.2	932.2	(23.4)	1,577.2	1,792.7
법인세	965.0	377.3	328.3	378.5	430.2
계속사업이익	1,895.2	554.9	(351.7)	1,198.7	1,362.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,895.2	554.9	(351.7)	1,198.7	1,362.4
비배주주지분 손익	326.2	298.6	(35.2)	119.9	136.2
지배주주순이익	1,569.0	256.3	(316.6)	1,078.8	1,226.2
지배주주지분포괄이익	1,803.4	366.2	(196.8)	670.8	762.4
NOPAT	2,595.7	1,133.3	19,067.5	1,785.6	2,014.8
EBITDA	5,710.5	3,316.8	4,519.1	5,956.0	6,241.3
성장성(%)					
매출액증가율	66.60	(0.98)	(0.50)	4.63	5.78
NOPAT증가율	174.27	(56.34)	1,582.48	(90.64)	12.84
EBITDA증가율	75.42	(41.92)	36.25	31.80	4.79
영업이익증가율	124.91	(51.40)	(33.23)	84.83	12.83
(지배주주)순이익증가율	437.14	(83.66)	적전	흑전	13.66
EPS증가율	437.11	(83.94)	적전	흑전	13.66
수익성(%)					
매출총이익률	9.00	6.49	5.22	6.24	6.42
EBITDA이익률	7.32	4.29	5.88	7.40	7.33
영업이익률	5.02	2.46	1.65	2.92	3.11
계속사업이익률	2.43	0.72	(0.46)	1.49	1.60

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	16,339	2,624	(3,241)	11,124	12,643
BPS	218,491	226,492	234,718	245,842	258,485
CFPS	60,001	33,355	45,534	60,666	63,607
EBITDAPS	59,465	33,961	46,276	61,412	64,354
SPS	812,834	791,369	787,495	829,644	877,578
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	9.27	53.47	(33.88)	9.87	8.68
PBR	0.69	0.62	0.47	0.45	0.42
PCFR	2.53	4.21	2.41	1.81	1.73
EV/EBITDA	5.98	11.93	8.37	6.74	6.87
PSR	0.19	0.18	0.14	0.13	0.13
재무비율(%)					
ROE	8.49	1.22	(1.44)	4.81	5.20
ROA	2.69	0.35	(0.39)	1.29	1.43
ROIC	8.01	2.74	42.13	3.75	3.93
부채비율	189.21	169.27	182.22	180.14	178.06
순부채비율	69.65	58.37	63.39	69.78	76.55
이자보상배율(배)	6.06	1.66	1.05	1.93	2.18

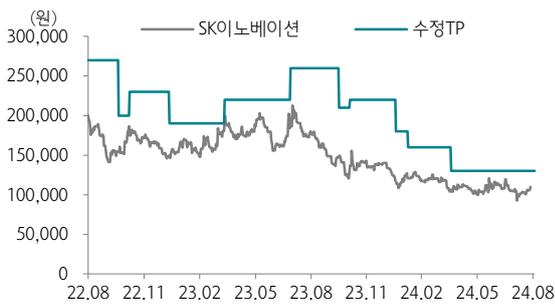
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	31,966.7	33,279.6	32,086.1	30,486.0	28,803.2
금융자산	11,159.8	13,525.3	12,429.9	9,922.4	7,054.1
현금성자산	9,479.1	13,074.4	11,981.2	9,453.1	6,557.9
매출채권	6,278.8	5,929.4	5,899.9	6,172.9	6,529.5
재고자산	11,857.7	11,122.7	11,067.3	11,579.4	12,248.4
기타유동자산	2,670.4	2,702.2	2,689.0	2,811.3	2,971.2
비유동자산	35,252.2	47,555.9	50,813.5	54,335.7	58,358.0
투자자산	5,518.0	6,730.1	6,698.8	6,988.2	7,366.2
금융자산	746.3	680.7	679.5	690.4	704.6
유형자산	25,110.6	35,843.4	39,321.1	42,724.6	46,523.4
무형자산	2,077.7	2,302.1	2,113.3	1,942.6	1,788.0
기타비유동자산	2,545.9	2,680.3	2,680.3	2,680.3	2,680.4
자산총계	67,218.9	80,835.5	82,899.6	84,821.7	87,161.2
유동부채	27,557.2	29,399.2	32,099.1	33,073.5	34,226.2
금융부채	12,434.2	11,636.9	11,636.8	11,637.5	11,638.5
매입채무	9,146.4	8,533.9	9,387.3	9,856.6	10,349.5
기타유동부채	5,976.6	9,228.4	11,075.0	11,579.4	12,238.2
비유동부채	16,419.4	21,416.4	21,426.7	21,470.2	21,589.1
금융부채	14,914.9	19,411.8	19,411.8	19,411.8	19,411.8
기타비유동부채	1,504.5	2,004.6	2,014.9	2,058.4	2,177.3
부채총계	43,976.6	50,815.5	53,525.8	54,543.7	55,815.3
지배주주지분	19,651.6	22,202.7	21,886.1	22,965.0	24,191.1
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
자본조정	(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	10,936.3	12,015.1	13,241.3
비지배주주지분	3,590.7	7,817.3	7,487.6	7,312.9	7,154.7
자본총계	23,242.3	30,020.0	29,373.7	30,277.9	31,345.8
순금융부채	16,189.4	17,523.3	18,618.7	21,127.0	23,996.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	406.6	5,367.9	5,321.8	4,638.5	4,821.5
당기순이익	1,895.2	554.9	(351.7)	1,198.7	1,362.4
조정	2,781.8	1,046.8	3,747.9	3,526.5	3,510.2
감가상각비	1,793.2	2,030.0	3,248.0	3,606.5	3,590.2
외환거래손익	(376.5)	(195.0)	550.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(131.1)	(50.0)	(80.0)	(80.0)
기타	1,369.3	(657.1)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(4,270.4)	3,766.2	1,925.6	(86.7)	(51.1)
투자활동 현금흐름	(5,123.3)	(11,244.2)	(7,297.8)	(7,363.8)	(7,853.9)
투자자산감소(증가)	(586.1)	6,487.9	(213.2)	(503.9)	(592.6)
자본증가(감소)	(6,709.6)	(11,238.1)	(6,536.8)	(6,839.3)	(7,234.4)
기타	2,172.4	(6,494.0)	(547.8)	(20.6)	(26.9)
재무활동 현금흐름	10,507.2	6,427.7	(0.1)	0.8	1.0
금융부채증가(감소)	9,860.8	3,699.5	(0.1)	0.8	1.0
자본증가(감소)	500.4	2,238.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	146.1	489.6	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	5,790.4	551.3	2,215.7	(2,528.2)	(2,895.2)
Unlevered CFO	5,761.9	3,257.5	4,446.7	5,883.6	6,168.9
Free Cash Flow	(6,370.0)	(5,870.2)	(1,215.0)	(2,200.8)	(2,412.9)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.18	BUY	130,000		
24.2.7	BUY	160,000	-25.60%	-19.44%
24.1.18	BUY	180,000	-35.07%	-29.39%
23.11.3	BUY	220,000	-38.12%	-29.32%
23.10.16	BUY	210,000	-36.22%	-28.76%
23.8.3	BUY	260,000	-35.17%	-21.92%
23.7.28	BUY	260,000	-21.42%	-18.26%
23.4.10	BUY	220,000	-18.77%	-7.64%
23.1.9	BUY	190,000	-14.75%	-3.05%
22.11.4	BUY	230,000	-27.86%	-20.86%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 8월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 8월 28일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- **투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_ 목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_ 목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_ 목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.17%	5.38%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 08월 25일