

iM증권 리서치본부

[에너지/정유]
Overweight

SK E&S 호주 사이트 투어 후기 : 이란전쟁 이후 더욱 부각되는 경쟁력

iM증권

2026.10.12

In-Depth Report

[에너지/정유/화학]

전유진 2122-9193

yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194

hojang@imfnsec.com



CONTENTS

[산업분석]

I. SK E&S 호주 핵심자산 재방문 후기	6
II. 이란전쟁으로 더 가속화되는 LNG 시장 개편	11
III. SK E&S 경쟁력이 더욱 부각되는 국면	21

[기업분석]

SK이노베이션 (096770)	37
Venture Global (VG-US)	46

Summary



I. SK E&S 호주 핵심자산 재방문 후기

당사는 지난 2025년 2월 호주 Barossa 가스전과 Darwin LNG 터미널 상업운영 준비가 한창이던 시기에 이어서 약 1년 반이 지난 2026년 9월 해당 사이트를 다시 방문했다. 이번 재방문에서는 Barossa 가스전과 Darwin LNG 터미널이 완전한 상업가동 궤도에 진입했고, 이를 통해 지난해 예상했던 밸류체인 전반의 시너지와 실적 기여가 점차 현실화되고 있음을 다시 한번 확인할 수 있었다.

이란전쟁으로 촉발된 카타르산 공급 차질은 LNG 조달에 있어 가격 뿐만 아니라, 공급 안정성과 유연한 운영력의 중요성을 점점 더 부각시키고 있다. 이러한 국면에서 연간 130만톤의 비중동산 LNG 물량을 최소 20년간 확보할 수 있는 호주 자산은 글로벌 공급 충격에 대응 가능한 전략적 자산으로 재평가돼야 한다. 미국산 출회 증가로 LNG 거래구조 변화까지 예상되는 현 국면에서 업스트림 가스전/액화터미널부터 미드스트림 자사선 운영, 다운스트림 발전소까지 연결되는 동사 밸류체인 가치는 더욱 부각될 전망이다.

II. 이란전쟁으로 더욱 가속화되는 LNG 시장 개편

[미국으로 이미 이동하고 있던 글로벌 LNG 시장의 무게중심]

트럼프 행정부의 에너지 패권 강화라는 정책 하에 신규 터미널 건설은 재차 확대되고 있어 2030년 전후 미국의 수출 용량은 현재 대비 약 2배 증가가 예상된다. 일부 지연 가능성에도 불구하고, 미국 중심의 공급 확대 방향성은 이어질 전망이다. 특히 이란전쟁은 중동 공급망의 취약성을 드러내며 구매자들이 가격 외에 조달 안정성에도 재주목하게 하는 계기가 되었다. 카타르 설비 복구와 호주 내수공급 강화, 러시아 제재 등을 고려하면 대규모 추가 공급을 담당할 수 있는 곳은 미국이 유일하다. 종전 이후에도 비중동산 조달 확대가 지속되며 이미 미국으로 전환되기 시작한 LNG 시장의 무게중심은 더욱 빠르게 이동할 것이라는 판단이다.

[지리적 취약성으로 공급망에 대한 신뢰도 약화되는 카타르]

이란전쟁에도 중동산 원유 수출은 우회 파이프라인 등을 활용해 재개되고 있으나, LNG 수출은 전쟁 이전 수준을 크게 밀고 있다. 카타르 Ras Laffan 액화설비는 호르무즈 안쪽에 집중되어 있고, Dolphin 가스관도 수출 공백을 대체하기엔 제한적인 영향이다. 특히 우회로를 구축하려는 산유국들과 달리, 카타르는 호르무즈 통행로 유지한다는 계획인 만큼 향후 지정학 갈등이 고조될 때마다 공급 차질은 반복될 가능성이 높다. 이에 아시아 구매자들은 카타르 외 공급처 모색에 나서고 있고, 포트폴리오사들과 트레이딩 업체들도 미국산 중기 물량을 확보하고 있다. 미국과 불편한 관계인 중국마저 미국산 LNG 장기계약을 확대하는 움직임이 특히 인상적이다.

III. SK E&S 경쟁력이 더욱 부각되는 국면

[중동사태로 더 중요해진 조달 안정성 - 업스트림 자산 가치 부각]

이번 중동사태는 장기계약이 공급 안정성을 담보할 수 있다는 오랜 관념을 무너뜨렸다. 따라서 이제는 다양한 공급처와의 장기공급 계약을 넘어, 가스전과 액화터미널에서 일정 물량을 직접 자산화할 수 있는 업체가 절대적으로 유리한 국면이다. SK E&S는 미국과 호주 가스전 및 액화인프라를 활용해 외부 공급 충격에도 상대적으로 안정적인 LNG 확보가 가능하다. 이러한 조달 경쟁력은 연료비 상승을 제한할 뿐만 아니라, 발전소의 급전순위와 가동률을 높임으로써 다운스트림 발전소 이익 개선에 기여하게 된다.

[도입단가 낮은 Barossa 가동 - 다운스트림 이익체력 레벨업]

Barossa 가스전은 기존 Darwin LNG 터미널 활용으로 투자비를 최소화함으로써 2025년 이후 상업가동 예정인 글로벌 프로젝트 중 국내 도입단가 기준 상위 25% 속할 만큼 원가 경쟁력이 높다. 연간 130만톤의 저가 Barossa 가스전 물량 도입은 기존 Tanguh 물량 종료에도 동사의 평균 LNG 도입단가를 안정적으로 유지하는 기반이 될 수 있다. 특히 이란전쟁 이후 국내 LNG 평균 도입단가 상승으로 SMP 상방압력이 높아지는 와중에 이뤄지는 동사의 저가 연료 투입은 다운스트림 이익체력 레벨업의 핵심 근거가 된다.

[미국산 확대에 따른 LNG 거래구조 변화 - 자사선 활용도 확대]

카타르와 호주 중심의 시장에서는 DES 조건과 유가 연동 가격이 대부분이었다. 그러나 미국산 물량 출하로 FOB 조건 및 천연가스 가격 연동, 목적지 제한조항이 없는 형태로 LNG 거래구조는 점차 전환될 것으로 예상된다. 이 같은 구조에서는 유연한 물량 활용을 가능하게 하는 자사선의 가치가 더욱 부각될 수밖에 없다. SK E&S는 자사선 4척을 활용해 안정적인 조달과 현물 용선시장 의존도를 낮추는 한편, 간헐적으로는 지역별 천연가스 가격 차이를 활용한 차익거래 향유 또한 가능할 전망이다.



산업분석

I. SK E&S 호주 핵심자산 재방문 후기

Barossa + DLNG 상업가동 의미와 잠재력 재확인

II. 이란전쟁으로 더 가속화되는 LNG 시장 개편

1. 미국으로 서서히 이동하고 있던 무게중심
2. 지리적 취약성으로 공급망 신뢰 약화되는 카타르

III. SK E&S 경쟁력이 더욱 부각되는 국면

1. 중동사태로 더 중요해진 조달 안정성: 업스트림 자산 가치 부각
2. 도입단가 낮은 Barossa 가동: 다운스트림 이익체력 레벨업
3. 미국산 확대에 따른 LNG 거래구조 변화: 자사선 활용도 확대

I. SK E&S 호주 핵심자산 재방문 후기

Barossa + DLNG 상업가동 의미와 잠재력 재확인

업스트림 사업 확대와 다운스트림 이익체력 레벨업의 기회가 되는 호주 핵심자산

당사는 지난 2025년 2월 호주 Barossa 가스전과 Darwin LNG 터미널 상업가동 준비가 한창이던 시기에 이어, 2026년 9월 상업생산이 본격화된 해당 사이트를 다시 방문하였다. 2025년 2월 사이트 투어 이후 작성한 [트럼프의 에너지 시대가 의미하는 것들(feat. SK이노베이션 E&S 호주/싱가포르 투어 후기): 2025년 2월 20일 발간] 보고서에서 Barossa 가스전 상업가동이 ①LNG 물량 증가에 따른 업스트림 사업 확대와 ②생산단가가 낮은 LNG 물량 확보를 통한 다운스트림 이익 체력 향상에 기여할 수 있다는 점에서 의의가 있다고 평가했다. 또한 ③보다 중장기로는 Barossa 가스전과 인근의 Bayu-Undan 폐가스전을 활용한 탄소포집 사업 진출 잠재력이 확보될 수 있다는 점에 주목할 만하다고 다룬 바 있다.

이번 재방문에서 다시 확인한 것들과 새롭게 더 기대되는 것들

약 1년 반 만의 이번 재방문을 통해 Barossa 가스전과 Darwin LNG 터미널이 완전한 상업가동 궤도에 진입했고, 이를 통해 지난해 예상했던 밸류체인 전반의 시너지와 실적 기여가 점차 현실화되고 있음을 다시 한번 확인할 수 있었다.

특히 이번 이란전쟁으로 카타르산 공급 차질과 이에 따른 LNG 현물가격 급등을 또 한번 경험했고, 원유와 달리 천연가스는 종전 이후에도 이전의 상황을 빠르게 되찾기는 어렵다. 따라서 LNG 시장 참여자들의 경쟁력은 더 이상 낮은 가격에만 국한되지 않고 안정적이고 유연한 물량 확보로 그 중요성이 더 확장될 전망이다. 이 같은 국면에서 연간 130만톤의 비중동산 LNG를 equity 형태로 최소 20년간 확보할 수 있는 동사의 Barossa 가스전 및 Darwin LNG 터미널은 단순히 저렴한 연료 조달원을 넘어, 글로벌 공급 충격을 흡수하는 전략적 자산으로서 그 가치가 재평가되어야 한다는 판단이다.

다만, 매장량이 모두 고갈된 Bayu-Undan 폐가스전을 활용한 저탄소 LNG 생산 계획은 지난해 이후 아직까진 크게 진전된 부분이 다소 제한적인 것으로 보였다. 당초엔 Barossa 천연가스에 포함된 탄소와 인근 아시아 국가에서 발생한 탄소를 포집 및 저장하는 용도로 활용해서 연간 약 700~1,000만톤씩 총 2.5억톤 가량을 저장한다는 계획이었다. 그러나 CO2 이동 및 저장과 관련해 동티모르 정부 포함 주요 이해관계자 간의 합의가 진행 중에 있어 탄소포집 사업 진출 현실화까지는 시간이 다소 더 걸릴 것으로 예상된다.

그림1. 호주 Barossa 가스전 해상 생산시설 FPSO



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림2. 호주 Darwin LNG 액화플랜트 및 저장탱크



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림3. 호주 Darwin LNG 터미널에서 LNG 선적 중인 PRISM 자사선



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

이란전쟁 이후 변화되는 시장에서 더욱 부각될 LNG 밸류체인 통합 구조의 가치

SK E&S는 1999년 도시가스 사업으로 출범해 2006년 광양발전소, 2017년 파주, 2023년 여주발전소 등을 순차적으로 가동하며 현재는 5.0GW 규모의 국내 최대 민간 LNG 발전사이다. 한국전력과 지역난방공사 등 발전공기업 외에 다수 민간 발전사들이 경쟁사인데, 이들 대비 가장 차별화되는 동사 경쟁력은 업스트림부터 미드스트림, 다운스트림 전 밸류체인을 확보하고 있다는 점이라 판단한다.

통상 국내 민자 발전소는 한국가스공사에서 LNG 공급받아 발전소를 가동하거나 또는 자가 소비할 만큼 직도입해서 발전소를 가동하는 등 다운스트림에만 사업이 한정되어 있는 구조이다. 그러나 동사는 미국 Woodford, 호주 Barossa-Caldita 가스전 개발에 참여해 보유한 지분율에 따라 업스트림에서 천연가스를 확보하고, Freeport 및 Darwin LNG 터미널 활용으로 직접 액화까지 담당한다. 미드스트림 사업에서는 BP, Shell 등 주요 포트폴리오 업체들과의 장기 공급계약 체결을 통해 안정적으로 물량을 확보하고 있고, 해당 물량의 상당부분은 자사선 4척으로 직접 운송하는 구조이다. 마지막으로 다운스트림에서는 이러한 과정을 거쳐서 조달된 연료를 국내 발전소에 투입해 전력을 생산한다. 이처럼 동사는 LNG 밸류체인의 처음부터 끝까지 전 부문에 걸쳐 사업을 영위하고 있다.

전 밸류체인이 통합된 사업구조는 안정적인 LNG 조달 및 이에 근거한 발전소 원가 경쟁력을 뒷받침하는 원천이 되어 왔다. 그러나 이란전쟁으로 장기계약의 신뢰성에 균열이 발생하기 시작했고, 중장기적으로는 미국산 수출 확대로 글로벌 LNG 시장의 거래 형태에 구조적 변화가 예상된다. 향후 두 가지 측면의 변화가 예상되는 국면에서 동사의 업스트림 및 미드스트림 자산은 안정적인 연료 조달과 이를 유연하게 운영할 수 있도록 하는 핵심적인 역할을 하게 될 전망이다.

그림4. SK이노베이션 E&S LNG 부문 밸류체인 개요



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림5. SK이노베이션 E&S LNG 사업부 중 업스트림: (1) 호주 가스전 및 LNG 액화 터미널



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림6. SK이노베이션 E&S LNG 사업부 중 업스트림: (2) 미국 가스전 및 LNG 액화 터미널



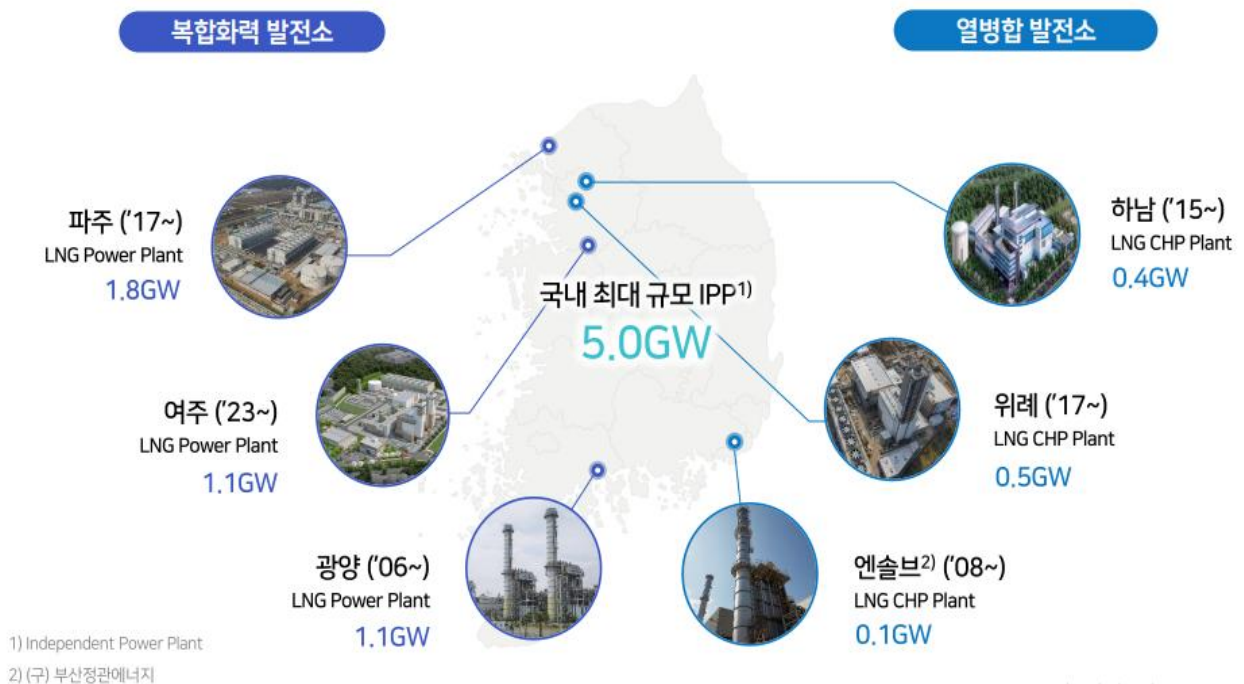
자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림7. SK이노베이션 E&S LNG 사업부 중 미드스트림: LNG 자사선 보유 및 수입터미널 운영



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림8. SK이노베이션 E&S LNG 사업부 중 다운스트림: 국내 LNG 발전소 총 5GW 보유



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

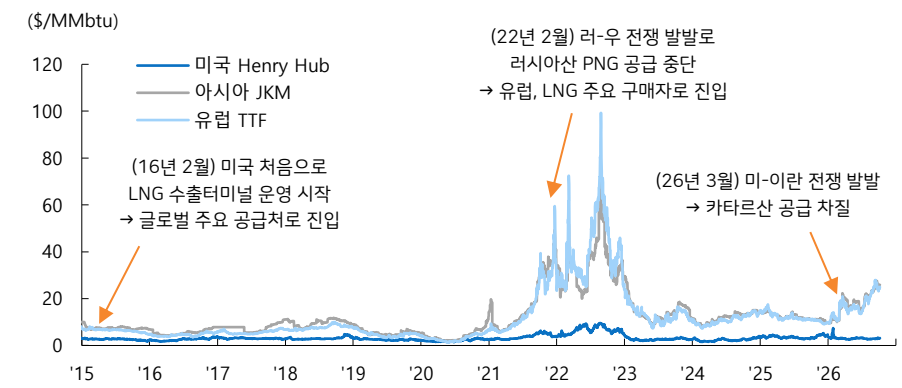
II. 이란전쟁으로 더 가속화되는 LNG 시장 개편

1. 미국으로 서서히 이동하고 있던 무게중심

지난 10년을 돌아보면 글로벌 LNG 시장의 전환점이 됐던 사건은 크게 두 차례 있었다. 하나는 2015~2016년 미국의 셰일가스 생산량 급증으로 LNG 수출이 본격화된 것이고, 또 하나는 2022~2023년 러-우 전쟁 이후 러시아산 PNG 공급 중단으로 유럽이 LNG 시장의 주요 구매자로 진입하게 된 것이다.

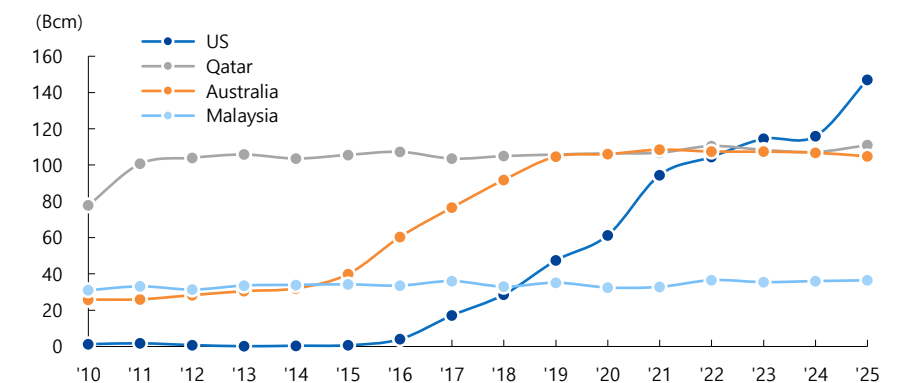
해당 이벤트는 모두 결과적으로 LNG 시장에서 미국의 영향력을 극대화시켰다. 특히 2023년을 기점으로 미국은 카타르와 호주를 제치고 글로벌 공급량의 20% 이상을 차지하는 최대 수출국가로 부상하게 되었다. 트럼프 행정부 2기 들어서는 에너지 패권 강화를 정책적 목표로 제시하며 신규 터미널 건설이 대거 시작되어, 2030년 전후 미국 수출터미널 용량은 현재 대비 약 2배 증가가 예상된다. 터미널 용량 확대로 LNG 시장에서 미국 입지는 점점 더 강화된다는 의미이다. IEA 역시 2026년 1분기 'Gas Market Report'에서 미국의 글로벌 LNG 시장 점유율은 2025년 25% 내외에서 2030년 33%까지 확대될 것이라 전망을 제시한 바 있다.

그림9. 2015년 이후 지역별 천연가스 가격 추이 및 LNG 시장 주요 이벤트



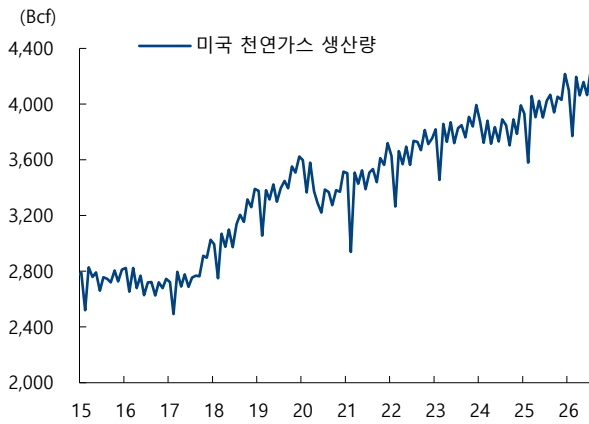
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. LNG 주요 수출국별 수출량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 천연가스 생산량 추이



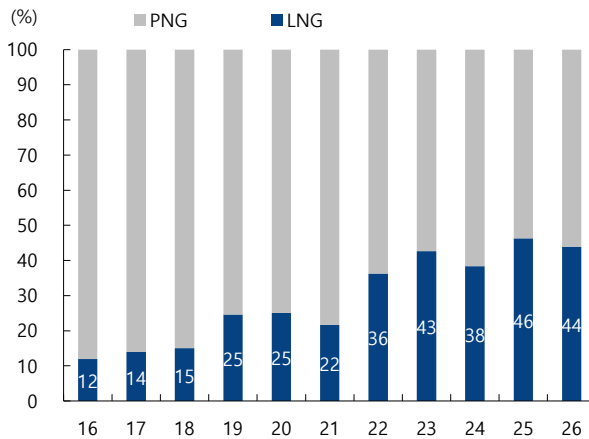
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림12. 미국 천연가스 수출량 추이



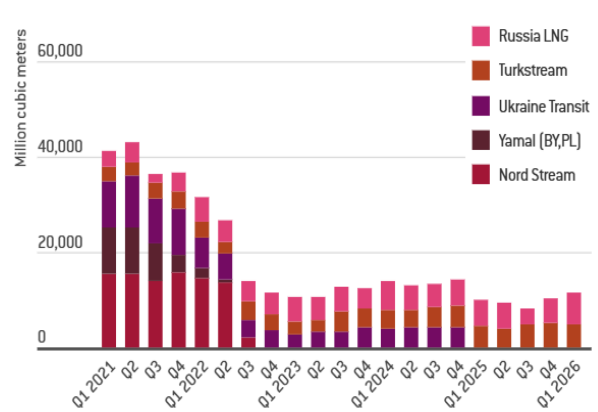
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림13. EU 천연가스 수입에서 PNG 및 LNG 비중 추이



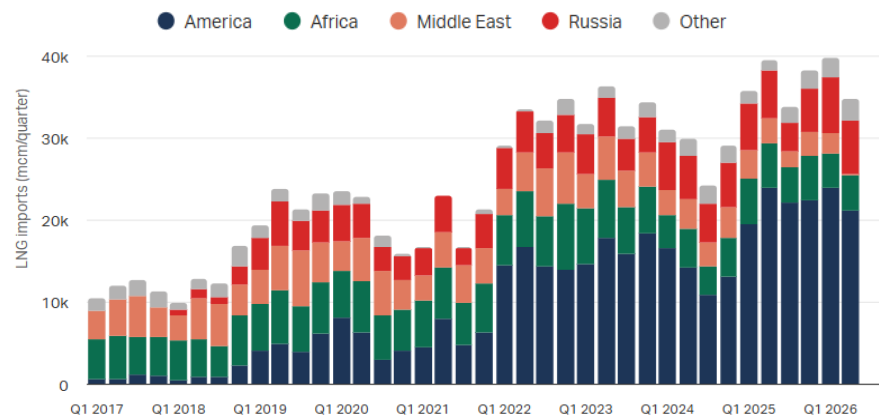
자료: Bruegel, iM증권 리서치본부

그림14. 유럽의 러시아산 천연가스 수송로별 수입량 추이



자료: Bruegel, iM증권 리서치본부

그림15. 유럽 LNG 주요 수입국별 물량 추이



자료: Bruegel, iM증권 리서치본부

종전 이후에도 조달 안정성을 위해 비중동산으로의 전환은 지속될 전망

이란전쟁 발발 이전만 하더라도 중동 산유국들은 글로벌 원유 수출의 35%, LNG 수출에서는 약 25% 차지하는 최대 지역이었다. 해당 물량 대부분은 호르무즈를 거쳐 아시아와 유럽으로 판매되었는데, 미-이란전쟁은 에너지 운송에 있어 핵심 요충지인 호르무즈 봉쇄의 취약함을 그대로 보여줬다는 점에서 충격이 컸다.

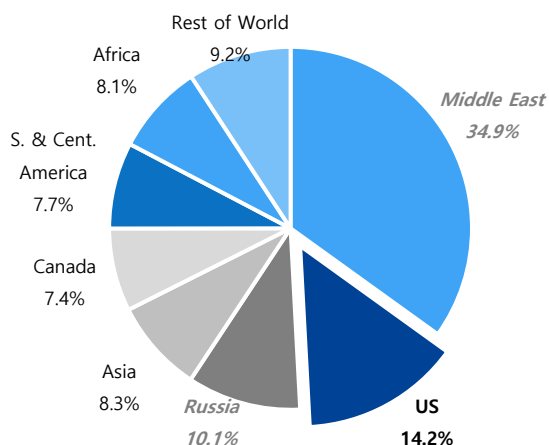
언젠가 미국과 이란의 종전 합의 이후 호르무즈 통행이 재개되더라도 이란이 또 다시 봉쇄 카드를 꺼낼 리스크는 존재한다. 따라서 에너지 수입국들 입장에서는 약간의 가격 프리미엄을 지불하더라도 일부 물량은 비중동 지역에서 안정적으로 구매하는 전략을 구사할 가능성이 높다. 주요 비중동 공급처로는 미국과 러시아, 아프리카, 중남미 등이 있지만, 그 중에서도 특히 산유량과 인프라 측면에서 가장 우위인 미국이 비중동 공급자로서의 전략적 프리미엄을 누리게 될 전망이다.

비중동산 중에서도 단기 및 중장기적으로 공급 신뢰도가 가장 높은 미국

미국의 입지는 원유와 정제품 시장에서도 확대되겠지만 기존 대비 점유율 증가는 LNG 시장에서 가장 두드러질 것으로 예상된다. LNG 시장에서 미국의 경쟁국인 카타르와 호주는 단기적으로 공급 증가가 쉽지 않고, 그 자리를 메꿀 여력을 갖춘 곳은 미국이 거의 유일하기 때문이다.

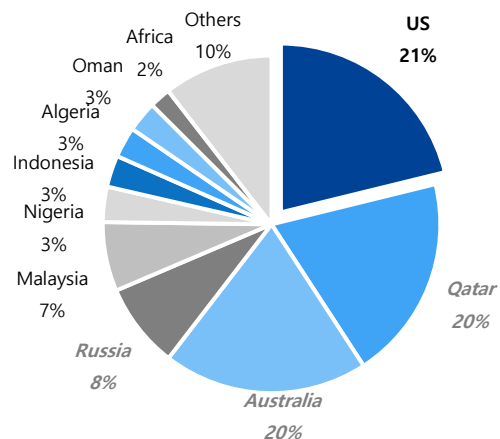
카타르는 이란 공격으로 액화설비의 15% 가량이 타격을 받아 2030년은 되어야 정상가동 가능할 것으로 예상된다. 아시아 최대 공급국인 호주는 2028년 1월부터 LNG 수출업체들이 최대 20% 내수 우선 공급하는 Domestic Supply Obligation 규제를 적용받게 되는 만큼 대응 여력이 제한적이다. 러시아는 글로벌 LNG 수출 시장에서 8~10% 차지하는 3~4위국이지만, 유럽과 G7 제재로 사실상 판매할 수 있는 지역이 제한적이고 향후 우크라이나 종전 이후 제재 향방을 단정지을 수 없어 미국 만큼의 유력한 대체 공급처가 되긴 어렵다.

그림16. 글로벌 원유 수출국별 비중



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림17. 글로벌 LNG 수출국별 비중



자료: EIA, iM증권 리서치본부

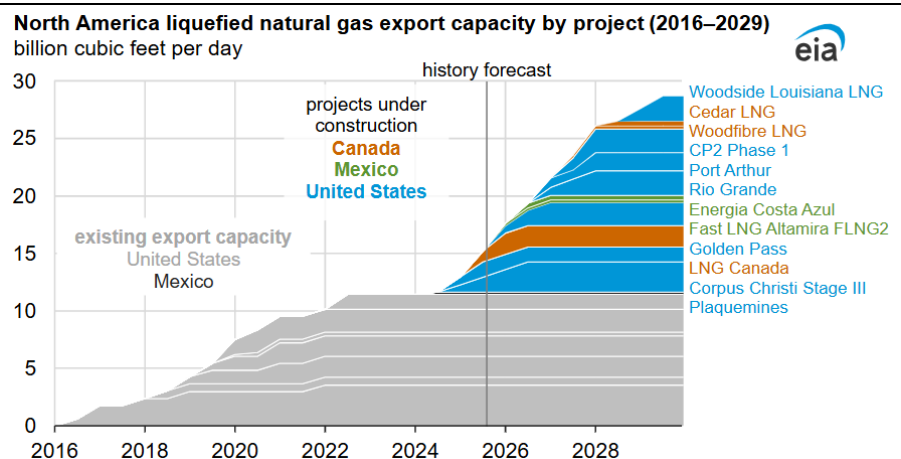
특히 2030년까지 약 2배 증가할 것으로 예상되는 미국 LNG 수출터미널 용량

미국의 에너지 시장 입지 확대를 강조해 온 트럼프 행정부 2기 이후 LNG 신규 터미널에 대한 DOE, FERC 승인이 대거 이뤄졌다. 이에 현재 상업가동이 한창 준비 중인 35백만톤 외에, 정부 승인 취득 이후 착공에 돌입한 프로젝트 용량만 총 110백만톤에 달하는 것으로 파악된다. 특히 현재 건설 중인 터미널 대부분이 2030년 전후에 완공 및 상업가동 하는 것을 목표하고 있는데, 계획대로 진행된다면 2030~2031년 전후 미국 LNG 수출 터미널의 기계적 용량은 총 232백만톤으로 현재 상업가동 중인 87백만톤 대비 약 2.5배에 달하게 된다.

지난 2025년 12월 공사비 상승과 LNG 공급과잉 등에 대한 우려로 개발 계획을 전면 취소했던 Energy Transfer의 Lake Charles LNG 터미널처럼 현재 진행 중인 프로젝트 중에서도 경제성 악화로 추가 중단 또는 취소될 가능성을 배제할 수는 없다. 그러나 일부 프로젝트가 취소된다 하더라도 미국 LNG 터미널 급증이라는 현재의 분위기를 뒤엎진 못할 것으로 예상된다. 미세한 규모의 차이일 뿐 2030년 전후로 미국 내 LNG 수출 터미널이 현재보다 약 2배 늘어난다는 점은 변함없다.

이처럼 미국에서 LNG 신규 터미널들이 대거 건설되기 시작하면서 수출 증가에 대한 기대가 높아졌으나, 한편으로는 LNG 공급과잉 우려와 미국산 신규 물량이 어떻게 흡수될 수 있을 것인가에 대한 의문이 확대됐다. 아직까지 그 우려를 모두 불식시킨 것은 아니지만, 이란전쟁이 야기한 카타르의 빈 자리를 미국이 채울 수 있게 되었음은 분명하다. 이에 따라 글로벌 LNG 시장에서 미국으로의 무게중심 전환은 더욱 가속화될 것이라는 판단이다.

그림18. 미국 LNG 수출터미널 용량 추이 및 전망



자료: EIA, iM증권 리서치본부

표1. 미국 내 현재 운영 및 건설 중인 LNG 터미널 세부 리스트

Status	Project name	Train	Operator	터미널 용량		Start Year
				(Bcf/d)	(Mt)	
Operating	Sabine Pass LNG Terminal	Train 1~6	Cheniere Energy	3.6	27.0	2016.05
	Cove Point LNG Terminal	Train 1	Berkshire Hathaway BHE GT&S	0.7	5.3	2018.04
	Elba Island LNG Terminal	Train 1~10	Kinder Morgan	0.3	2.5	2019.09
	Corpus Christi LNG Terminal	Train 1~3	Cheniere Energy	1.8	13.6	2019.03
	Cameron LNG Terminal	Train 1~3	Sempra LNG	1.8	13.5	2019.07
	Freeport LNG Terminal	Train 1~3	Freeport LNG Development, L.P.	2.0	15.0	2019.11
	Calcasieu Pass 1 (CP1)	Train 1~18	Venture Global	1.3	10.0	2025.04
Operating LNG Terminal 용량 합산 (a)				11.4	86.8	-
Commissioning	Plaquemines Phase 1	Train 1~18	Venture Global	1.3	9.9	2024.12
	Plaquemines Phase 1	Train 19~36	Venture Global	1.3	9.9	2025.09
	Corpus Christi Stage 3	Train 1~7F	Cheniere Energy	1.3	10.0	2024.12
	Golden Pass Train 1	Train 1D	Golden Pass LNG Terminal LLC	0.7	5.2	2026.03
Commissioning LNG Terminal 용량 합산 (b)				4.6	35.0	-
Under Construction	Golden Pass Train 2	Train 2D	Golden Pass LNG Terminal LLC	0.7	5.2	2H2026
	Golden Pass Train 3	Train 3D	Golden Pass LNG Terminal LLC	0.7	5.2	1H2027
	Port Arthur LNG Phase 1	Trains 1~2	Sempra Energy	1.6	12.0	2027
	Port Arthur LNG Phase 2	Trains 3~4	Sempra Energy	1.6	12.0	2031
	Rio Grande LNG Phase 1	Train 1	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2027
	Rio Grande LNG Phase 1	Train 2	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2027
	Rio Grande LNG Phase 1	Train 3	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2028
	Rio Grande LNG Phase 2	Train 4	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2030
	Rio Grande LNG Phase 2	Train 5	NextDecade Corporation	0.7	5.4	2031
	Woodside Louisiana LNG Phase 1	Trains 1~3	Woodside Louisiana	2.2	16.6	2029
	Calcasieu Pass 2 (CP2) Phase 1	Trains 1~26	Venture Global	2.0	14.4	2H2027
	Calcasieu Pass 2 (CP2) Phase 2	Trains 27~36	Venture Global	0.6	5.6	1H2029
	Commonwealth LNG	Trains 1~6	Kimmeridge Energy Management	1.1	8.4	2030
	Delfin FLNG (offshore)	Train 1	Fairwood Group	0.5	4.0	2030
Under Construction LNG Terminal 용량 합산 (c)				14.6	110.4	-
Operating + Commissioning + Under Construction 용량 총 합산 (a+b+c)				30.6	232.2	

자료: EIA, iM증권 리서치본부

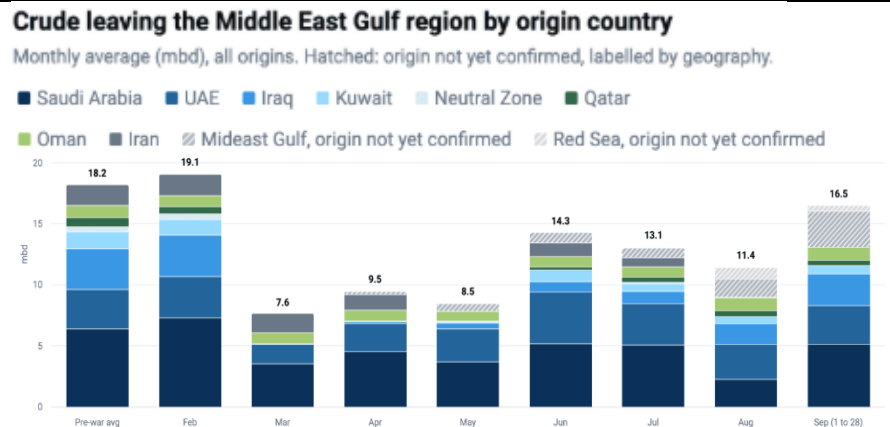
2. 지리적 취약성으로 공급망 신뢰 약화되는 카타르

전쟁 이전 수준을 회복한 원유와 달리, 좀처럼 늘어나지 못하는 LNG 수출

미국 중심의 LNG 시장 재편이 한창 진행되는 중에 발생한 이란전쟁은 카타르산 공급망에 대한 신뢰도를 훼손시키며 추가적인 시장 개편에 더욱 힘을 싣고 있다.

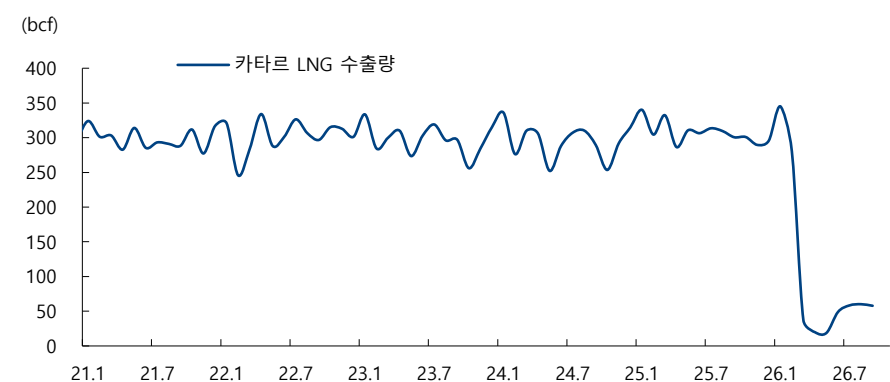
원유는 액체라는 특성상 국내외 파이프라인과 저장탱크를 활용해 다른 해안으로 옮기거나 해상에서 STS 선적이 용이하다. 호르무즈 봉쇄 장기화에도 원유 수출은 꾸준히 이뤄지며 9월 기준 중동 산유국 수출이 전쟁 이전의 90% 수준을 회복할 수 있었던 주요한 배경이다. 그러나 기체 상태의 천연가스를 -162도로 냉각해야 하는 LNG는 일반적으로 액화설비와 수출터미널이 고정된 시스템으로 연결되어 있어 다른 지역으로 옮겨 액화하거나 해상에서 환적하기엔 현실적 제약이 크다. 이러한 특성으로 인해 원유와 달리, 카타르의 LNG 수출은 9월 말 기준 여전히 전쟁 이전 대비 20% 미만에 불과한 것으로 파악된다.

그림19. 미-이란 전쟁 이후 중동 원유 수출량 추이: 9월 기준 전쟁 이전의 90% 회복



자료: Kpler, iM증권 리서치본부, 주: 9월 수출량은 1~28일 기준

그림20. 카타르 LNG 수출량 추이: 9월 기준 전쟁 이전의 20% 불과



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

카타르 LNG는 호르무즈 밖으로 빼낼 수 있는 방법이 사실상 거의 없어

무엇보다 카타르의 LNG 설비는 Ras Laffan 산업단지에 집중되어 있는데, 사우디 동서파이프라인과 UAE의 ADCOP 원유 파이프라인처럼 호르무즈 밖으로 이송해 액화할 수 있는 인프라가 부족하다. UAE, 오만과 연결된 Dolphin 파이프라인이 운영 중인 하나, 주로 내수용으로 국한되어 있다. 또한 LNG는 저장 탱크에서 기화현상이 지속되는 만큼 장기간 보관하기도 어렵다. 이와 같은 여건들로 인해 카타르가 LNG 수출을 하기 위해서는 호르무즈를 필수로 지나야만 한다.

특히 사우디와 이라크, UAE 등이 대체 항로 건설 및 확대를 추진하고 있는 것과 달리, 최근 카타르 에너지부 장관은 우회 파이프라인을 건설하지 않고 호르무즈 통행을 계속 유지하겠다는 입장을 밝혔다. 이는 이번 이란전쟁이 일단락되더라도 향후 지정학 갈등 재고조로 호르무즈 해협 통행에 차질이 발생할 때마다 카타르 LNG 공급 안정성은 반복적으로 흔들릴 수 있음을 시사한다.

그림21. 카타르 Ras Laffan, 호르무즈 안쪽에 위치하고 있어 해협 통행이 필수적



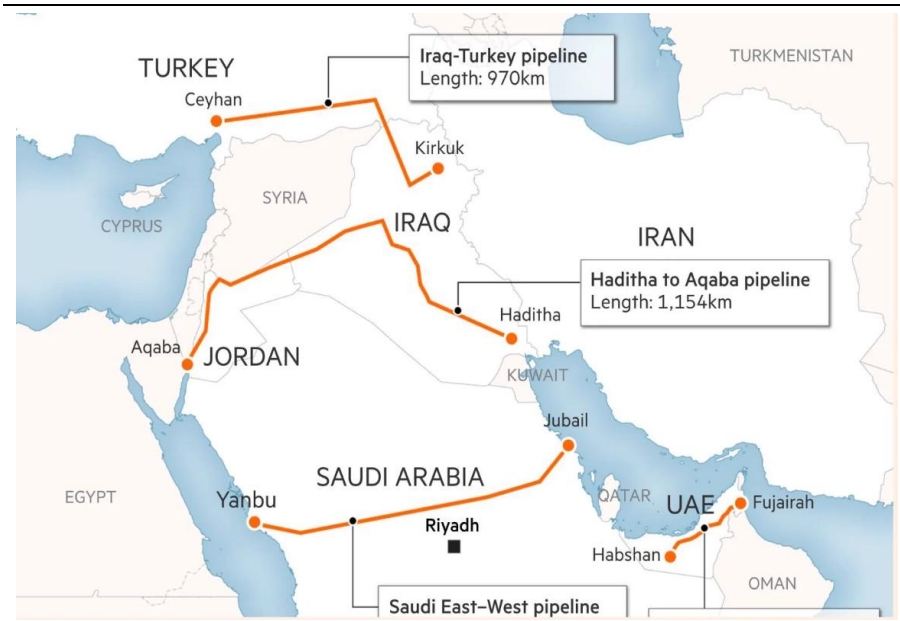
자료: EIA, iM증권 리서치본부

표2. 중동 주요 국가별 호르무즈 우회 수출 대응방안

국가	기존 호르무즈 우회 경로	이란전쟁 이후 우회로 건설 관련 내용
사우디	동서파이프라인 송유관 거쳐 홍해 or 수에즈 우회 수출	동서파이프라인 수송 용량 확대 검토
UAE	Habshan-Fujairah 파이프라인(ADCOP) 통한 오만 우회 수출	두번째 파이프라인 건설로 우회 수출능력 2배 확대, 2027년 말 가동 예정
이라크	Iraq-Turkey 파이프라인 통한 튀르키예 Ceyhan 우회 수출	시리아, 오만, 요르단으로 연결되는 신규 파이프라인 건설 검토
카타르	Dolphin 가스관 통한 오만 우회 수출	우회 파이프라인 건설하지 않고 호르무즈 통행 유지하는 방향으로 결정

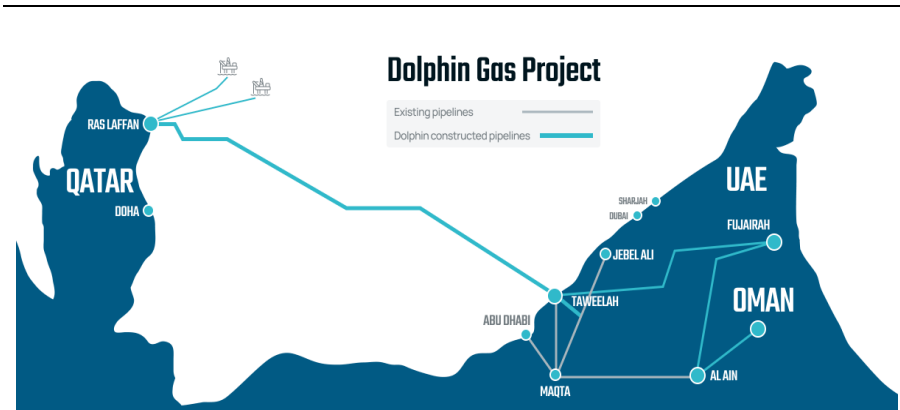
자료: 언론 종합, iM증권 리서치본부

그림22. 중동 지역에서 현재 운영 중인 호르무즈 우회 원유 파이프라인



자료: FT, iM증권 리서치본부

그림23. 카타르 Dolphin 파이프라인, 오만/UAE와 연결되긴 하나 대부분 내수용으로 국한



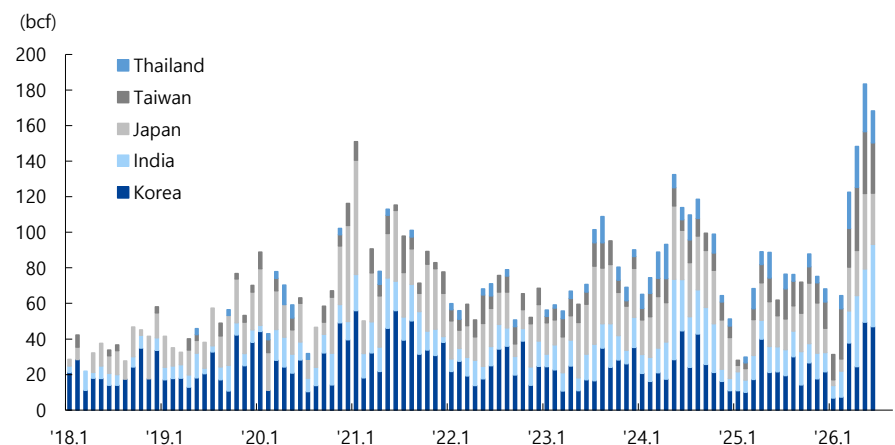
자료: Dolphin Energy, iM증권 리서치본부

카타르산 대체 공급처 모색에 이미 적극적으로 나선 아시아 국가들

앞서 언급한 것처럼 카타르는 이번 공급망 차질을 경험하고도 우회 파이프라인을 건설하지 않고 호르무즈 통행 계속 활용한다는 계획인 만큼 중장기적으로 카타르 LNG 공급망에 대한 신뢰도는 점점 약화될 수밖에 없다. 이에 아시아 구매자들은 낮은 조달가격과 짧은 운송거리 등의 이점을 가진 카타르에 계속 의존하기 보단, 다양한 공급원과 유연한 계약 물량을 확보할 수 있는 쪽으로 전환 가능성이 높다.

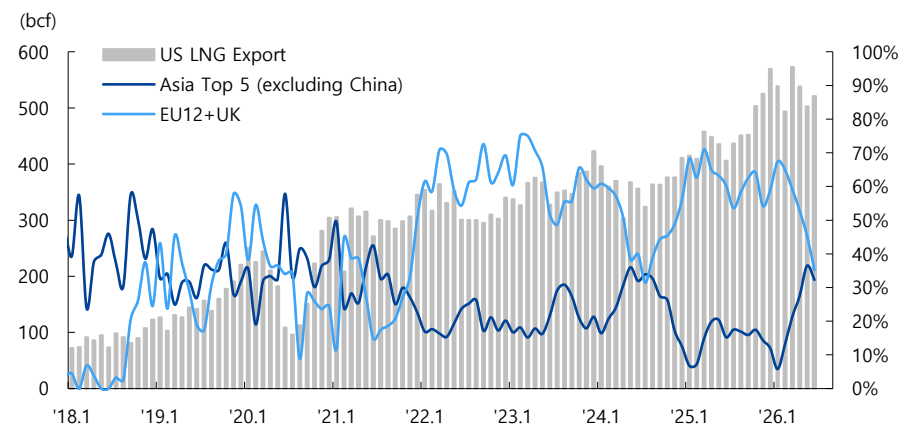
실제로 이번 카타르 공급 차질 이후 아시아 주요 국가들은 미국산 LNG 확보에 적극적으로 나서는 모습이다. 3~7월 미국 LNG 수출량은 전년동기 대비 21.5% 증가했는데, 국가별로는 기존에 카타르 의존도가 높았던 한국과 일본, 인도, 대만, 태국 5개국 합산 수입량이 전년대비 105% 확대되었다. 이에 2025년까지만 해도 미국 LNG 수출에서 15% 남짓에 그쳤던 아시아 5개국의 비중이 이제는 30% 수준을 훌쩍 넘어서고 있다.

그림24. 미국 LNG, 아시아 상위 5개국으로의 수출량 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림25. 미국 LNG 수출량 및 아시아/유럽 비중 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

포트폴리오 및 트레이딩 업체들에 이어, 중국마저 미국산 공급계약 체결 확대

아시아와 유럽 고객사에 LNG 장기공급을 담당하는 글로벌 포트폴리오 업체들과 트레이딩 업체들의 최근 움직임도 흥미롭다. 이들은 다양한 생산지에서 물량을 확보해 고객과의 장기계약에 따라 물량을 공급하는 역할을 담당하는데, 이란전쟁 발발 이후 미국산 LNG를 중기 계약으로 확보하는 사례가 포착되고 있다. 대표적으로 Venture Global은 이란전쟁 이후에만 TotalEnergies, Trafigura, Vitol, EnBW 등 4개 업체와 신규 및 증액 계약을 체결해 연간 약 400만톤 규모의 5년 공급 물량을 확보했다. 해당 계약들은 2026년부터 공급을 즉각적으로 개시한다는 점에서 카타르 공급 차질에 따른 중단기 수급 대응을 위한 것이라 해석된다.

이와 함께 또 하나 흥미로운 움직임은 중국과의 LNG 장기공급 계약 체결이다. 중국은 여전히 미국 LNG 수입에 15% 관세 부과하고 있고, 9월 정상회담에서도 관세 문제와 관련해 양국은 완전한 합의점을 찾지 못했다. 그럼에도 China Gas는 Venture Global과 2030년부터 연간 50만톤씩 20년간 공급받는 계약을 체결했고, 최근에는 PetroChina 포함해 최소 3곳의 중국 업체들도 유사한 논의를 진행 중인 것으로 파악된다. 불편한 미-중 관계 속에도 중국 국영사들의 미국산 LNG 장기 조달 확대 움직임은 이란전쟁으로 촉발된 공급 안정성 확보 차원이라 해석된다.

그 외에 Cheniere Energy, NextDecade 등도 이란사태에 따른 공급차질로 미국산 LNG에 대한 고객사들의 선호도 확대와 공급계약 논의가 활발해지고 있음을 언급했다. 특히 연초만 하더라도 장기계약 확보 부족으로 FID가 지연되고 있던 Glenfarne Alaska LNG 프로젝트는 최근 예비계약의 장기계약 전환이 이뤄지고 있으며, 이를 바탕으로 연내 FID 최종 마무리한다는 목표를 밝힌 바 있다.

표3. Venture Global, 이란전쟁 이후 체결된 2026년 즉각 공급 개시하는 5년 중기 SPA 계약 내역

구매자	구분	신규·증액 물량	공급 개시	계약기간	계약체결 발표일
Trafigura	신규	연 50만 톤	2026년	5년	2026.3.2
Vitol	신규	연 150만 톤	2026년	5년	2026.3.23
Vitol	기존 계약 증액	연 20만 톤 추가	증액은 개시일 미공개	기존 5년 계약	2026.5.12
TotalEnergies	신규	연 85만 톤	2026년	약 5년	2026.5.12
EnBW	신규	연 82만 톤	2026년	약 5년	2026.6.17
China Gas	기존 계약 증액	연 50만톤 추가	2030년	20년	2026.09.14
PetroChina 포함 중국 업체 3곳	논의 중	연간 100만톤 이상, 계약기간 등에 대해서는 현재 논의 중으로 파악			2026.10.06

자료: Bloomberg, Reuters, iM증권 리서치본부

표4. 중동전쟁 이후 미국 LNG 업체들의 고객사 움직임 관련 코멘트: 미국산 LNG 관심도 상승 및 이로 인한 중장기 공급계약 논의 확대 언급

업체명	코멘트	코멘트 시점
Venture Global	(1) 지정학 갈등의 불확실성 커지면서 최근 90일간 5년 이하 계약분에 대한 고객사들의 관심 증가	2Q26 실적발표
Cheniere	(1) 공급 차질로 장기공급 확보의 중요성 확대, (2) 계약 협상에서 공급 신뢰성과 파트너십 부각	2Q26 실적발표
NextDecade	(1) 중동발 공급 불안으로 미국산 선호도 확대, (2) Train 6-8 물량 확보 경쟁 심화	2Q26 실적발표
Woodside	(1) 미국 Louisiana LNG 프로젝트 물량에 대한 구매자 관심 증가	Bloomberg 인터뷰 (26.5)
Glenfarne Alaska LNG	(1) 중동사태로 아시아 고객들의 구매 관심 확대. (2) 예비합의 → 장기계약 전환 추세 활용해 26년 FID 목표	Reuters 인터뷰 (26.03)

자료: 각 사 실적발표, Bloomberg, Reuters, iM증권 리서치본부

III. SK E&S 경쟁력이 더욱 부각되는 국면

1. 중동사태로 더 중요해진 조달 안정성: 업스트림 자산 가치 부각

호르무즈 봉쇄 이후 장기공급 계약의 신뢰성도 훼손되기 시작

이란전쟁은 호르무즈 봉쇄에 대한 LNG 공급 취약을 그대로 드러냈다는 점에서 그 충격이 가장 크다. 호르무즈 봉쇄 외에도, 이란 공격으로 타격받은 Ras Laffan 트레인 2개의 용량이 카타르 전체 생산능력의 17% 달한다는 점도 문제다. LNG 터미널은 가스처리부터 액화와 저장, 선적 등의 설비가 하나로 통합된 구조인데, 해당 설비들을 -162도까지 단계적으로 냉각해야 하는 만큼 유전이나 정제설비, 파이프라인 등의 인프라보다 정상가동이 더 까다롭다. 이에 카타르에너지도 타격 받았던 트레인 수리 후 가동 재개까지 약 3년이 소요될 것이라 언급한 바 있다.

호르무즈 통행 재개와 별개로 설비 손상에 따른 구조적인 공급 감소가 발생한 셈이다. 특히 카타르 에너지부 장관은 당초 2026년 말 계획했던 North Field East 터미널 #1 상업가동 시기를 2027년으로 미룬 것에 이어, #2~4 트레인도 건설에 필요한 일부 부품 인도 차질로 상업가동 시기가 지연될 수 있다고 밝힌 바 있다. 이 같은 카타르의 대내외적 상황을 고려하면 최소 2030년까지는 이전의 생산 및 수출량을 회복하기 어려울 것으로 예상된다.

그림26. 카타르에너지 CEO, 타격받은 Ras Laffan 설비 재가동에 약 3년 소요될 것이라 언급

Two Ras Laffan LNG trains will take three years to repair confirms QatarEnergy CEO



자료: Gasworld, iM증권 리서치본부

표5. 타임라인별 카타르 LNG 설비 타격 관련 주요 사건 요약

시기	주요 사건	참고 내용
2월 28일	미-이란 전쟁 발발로 호르무즈 통행 차질	카타르 LNG 수출 차질 시작
3월 2일	이란, QatarEnergy 설비 드론 공격	QatarEnergy LNG 생산 중단 → 공급 급감 및 JKM 급등
3월 18일	이란, Ras Laffan 산업단지에 대규모 미사일 공격	LNG Train 4, 6 피격 → 카타르 LNG 생산 용량의 약 17% 손실
3월 24일	QatarEnergy, 장기계약 불가항력 선언	유럽(이탈리아, 벨기에 등) 및 아시아(한국, 중국 등) 고객사 모두 대상
6월 16일	QatarEnergy, 미피해 설비 재가동	제한적 LNG 선박 통행 재개로 공급 일부 회복
9월 21일	QatarEnergy, Train 4-6 복구에 약 3년 소요 전망	기존 3~5년 소요 전망에서 3년으로 구체화
9월 28일	불가항력 기간 연장	Edison향 공급은 12월 초, 방글라데시 등 일부 아시아 고객은 11월까지 연장

자료: 언론 종합, QatarEnergy, iM증권 리서치본부

장기계약 신뢰성 훼손으로 업스트림 자산을 활용한 안정적인 조달력 부족

이전까지는 장기공급 계약을 체결하면 계약된 기간 동안은 확정된 물량과 가격에 안정적인 물량 확보가 가능하다는 믿음이 있었다. 그러나 이란사태로 호르무즈가 봉쇄되는 것을 경험하면서 이제는 카타르 LNG 공급망 신뢰에 균열이 발생했다. 장기공급 계약을 맺어도 지정학 충격이 발생했을 때 공급 차질이 생길 수 있다는 점이 명확해진 것이다. 따라서 이제는 다양한 공급처와 장기공급 계약을 보유한 것을 넘어, 가스전과 액화터미널을 보유하고 있어 일정 물량은 자산화할 수 있는 업체가 절대적으로 유리한 국면에 진입한 것으로 판단된다.

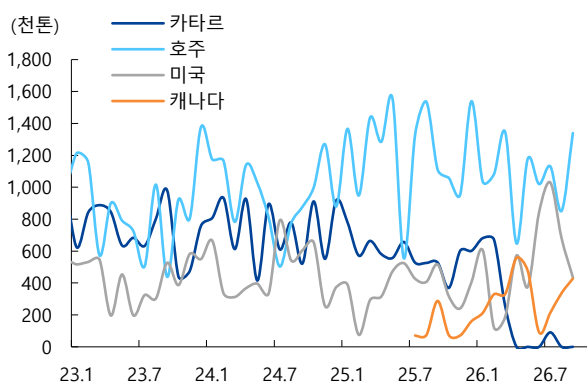
E&S는 미국과 호주 가스전 지분 기반으로 매년 일정량의 천연가스를 확보하고 있다. 미국에서는 Freeport 터미널 20년 장기 액화권리, 호주에서는 Darwin LNG 터미널 지분을 활용하여 천연가스 생산부터 액화까지 모두 연결되는 밸류체인을 갖췄다. 이 같은 업스트림 자산을 바탕으로 동사는 지정학 충격에도 상대적으로 안정적인 LNG 조달이 가능하다. 실제로 국내 LNG 수입량의 15~20% 차지하던 카타르산 도입 차질 이후 한국가스공사와 그 외에 일부 발전소들이 현물시장에서 미국, 캐나다산 등 대체 물량 확보에 분주한 반면, 동사는 업스트림 자산을 통해 상대적으로 안정적인 물량 확보가 이뤄지고 있는 것으로 파악된다.

그림27. SK이노베이션 E&S 업스트림 부문 보유 자산



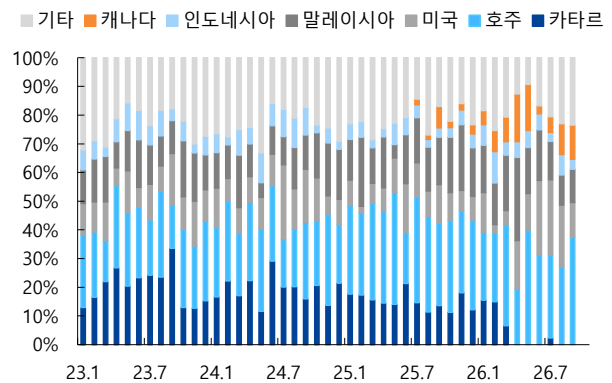
자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부, 주: Bayu-Undan은 매장량 소진으로 현재 생산 중단된 폐가스전

그림28. 한국의 주요 수입국별 LNG 수입량 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림29. 한국의 주요 수입국별 LNG 수입비중 추이



자료: KITA, Petronet, iM증권 리서치본부

미국: Woodford 가스전 + Freeport LNG 터미널

동사는 지난 2014년 9월 미국 오클라호마 북동부에 위치한 Woodford 가스전에 49.9% 지분을 투자했고, 해당 가스전에서는 지분율을 감안해 연간 100만톤씩의 물량을 확보하고 있다. 다만, Woodford 가스전 주변에는 해당 천연가스를 액화할 수 있는 인프라가 부재해 파이프라인을 통해 인근에 판매 중인 것으로 파악된다. 이는 국내에 LNG 형태로 직접 도입되는 대상이 아니라는 의미이다.

Woodford 가스전과 별개로 동사는 Gulf Coast 인근 텍사스주에 위치한 Freeport 터미널의 주요 액화업체로 참여하고 있다. 2013년 Freeport 터미널과 톨링 계약을 체결했고, 2019년부터 2039년까지 총 20년 동안 연간 220만톤씩 액화할 수 있는 권리를 보유하고 있다.

Freeport 터미널은 동사의 미국산 LNG 직도입을 위한 주요 자산으로 활용되고 있다. 텍사스 인근에서 필요한 만큼 Henry Hub 기준으로 천연가스를 구매한 후 기합의된 톨링 수수료를 지불하고, 직접 액화 및 공급하는 구조이다. 참고로 해당 가스전에서 액화된 물량 대부분은 자회사 PRISM 자사선 4척을 활용해 운송된다.

그림30. 미국 업스트림 자산: Woodford 가스전, Freeport 터미널(20년 장기계약)

Woodford 가스전

위치 미국 오클라호마주 북동부

주주구성 SK | Continental Resources

생산개시 2014년 9월 인수 | 100만톤/년 가스 생산

매장량 천연가스 5.4 Tcf | LNG 환산 약 1.1억톤

Freeport LNG

위치 미국 텍사스 주 퀸타나 섬

운행사 Freeport LNG Development LP

Toller SK | BP | TOTAL | JERA | Osaka Gas

COD Train#1 (2019) | Train#2,3 (2020)

설비용량 총 15.5MTPA (5.15MTPA x 3 Train)

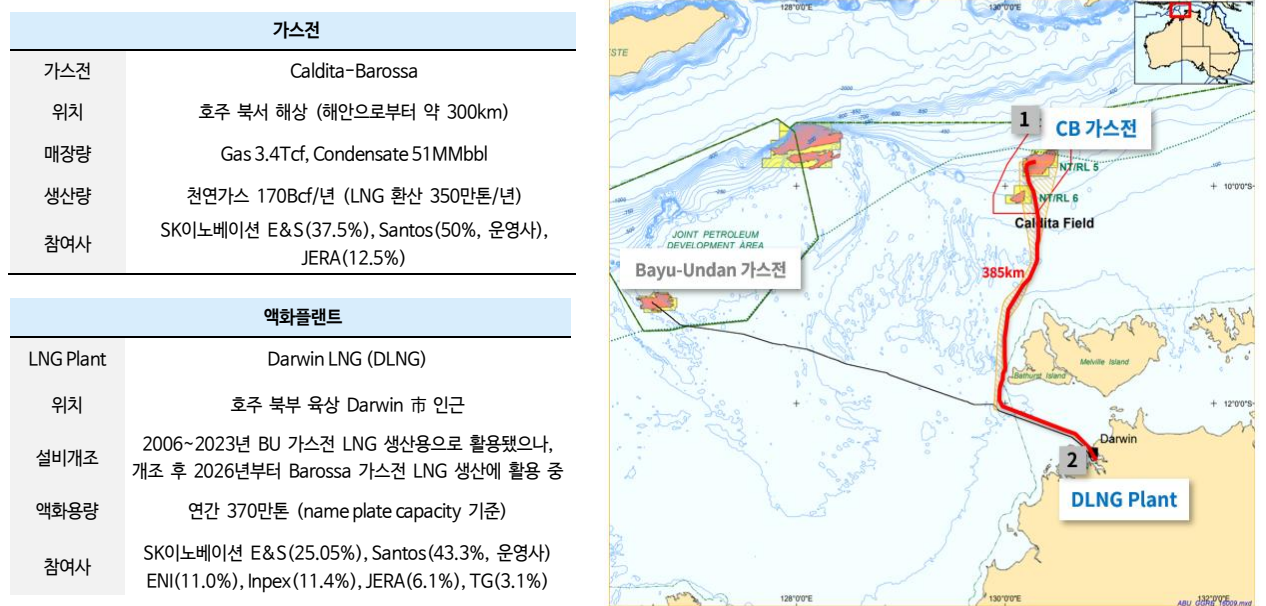
자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

호주: Barossa 가스전 + Darwin LNG 터미널

호주 북서부 지역 해상에 위치한 Caldita-Barossa 가스전은 2012년 6월 동사가 37.5% 지분을 확보한 업스트림 부문의 핵심 자산이다. 2021년 3월 프로젝트 FID 완료 이후 FPSO 선박과 육상 파이프라인 등 주요 인프라 설치를 마치고 2025년 12월부터 본격적으로 상업생산을 개시했다. 참고로 첫 번째 카고는 2026년 1월 출하 완료된 것으로 확인된다.

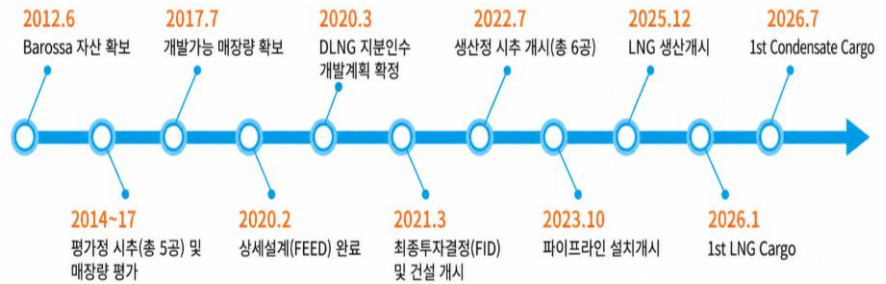
Caldita-Barossa 가스전 중에서 매장량이 훨씬 많은 Barossa 가스전만 현재 생산 이뤄지고 있는데, 연간 생산량 350만톤 중 보유한 지분에 따라 동사가 확보하게 되는 물량은 LNG 130만톤과 컨덴세이트 110만배럴이다. 최근에 확인된 Barossa 가스전 매장량은 천연가스 기준 3.4Tcf 내외인데, 이를 LNG 기준으로 환산하면 약 7,000만톤이다. 현재 연간 생산량 고려하면 최소 20년은 사용 가능한 규모로 보여진다. 한편, 아직까지 확인된 Caldita 가스전 매장량은 상대적으로 크지 않아 현재 생산 단계에 들어가지는 않았고, 향후 Barossa 가스전의 매장량이 소진되는 시점에 백업 생산용으로 활용 예정인 것으로 파악된다.

그림31. 호주 업스트림 자산: Caldita-Barossa 가스전 및 Darwin LNG 액화 터미널



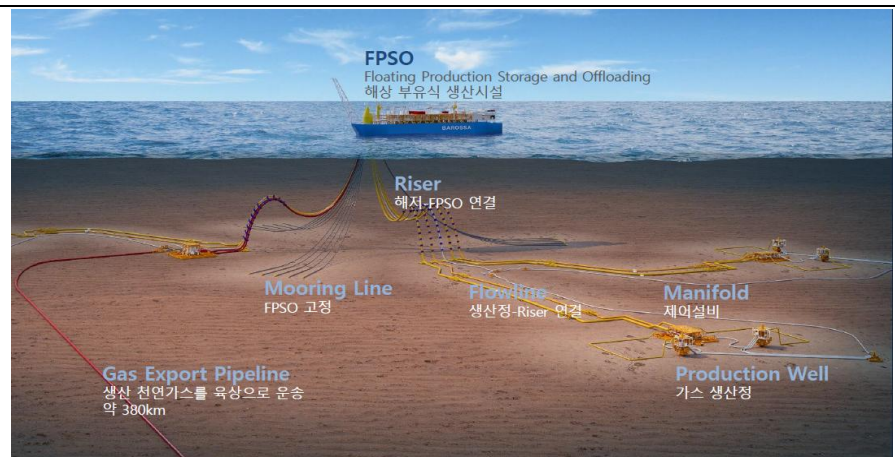
자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림32. 호주 Caldita-Barossa 가스전 타임라인별 진행 내용



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림33. Barossa 가스전의 FPSO 생산설비 및 구조



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림34. Darwin LNG 수출터미널 상세 지도



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

다운스트림 발전소 가동에 필요한 물량은 대부분 자체 조달 가능한 구조

SK E&S는 현재 국내에 광양과 파주, 여주 등을 포함해 총 5GW 규모 발전소를 보유하고 있다. 각 발전소들이 평균 80% 가동률을 유지한다고 가정할 경우, 연간 필요한 LNG 물량은 300~330만톤 내외로 추정되는데, 여유 물량까지 감안하면 최소 350만톤은 매년 안정적으로 조달되어야 한다.

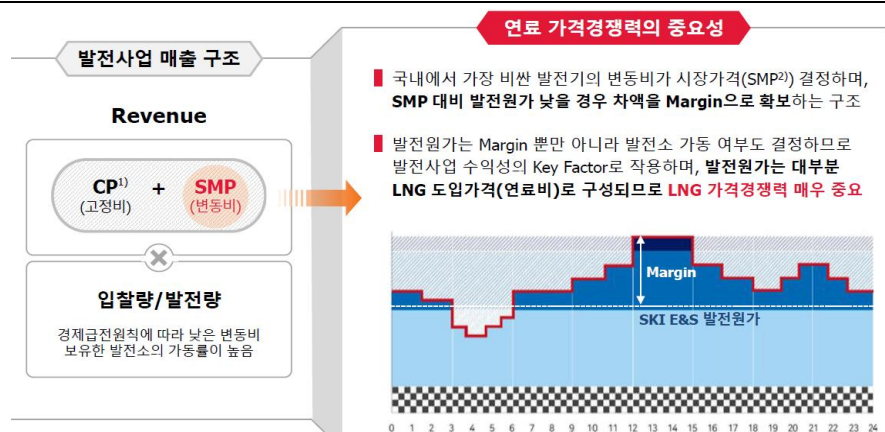
앞서 언급한 미국과 호주의 업스트림 자산을 통해 동사가 확보하는 LNG 물량은 연간 350만톤으로 이론적으로 국내 발전소를 가동하는데 충분한 규모이다. 물론, Freeport 터미널에서 액화된 220만톤 모두 국내 유입되는 것이 아니라 현지에서 일부 판매하는 물량도 있어 다운스트림 연료를 전량 업스트림에서 자체 조달하는 개념으로 볼 순 없다. 그러나 최근 카타르산 조달 차질과 LNG 현물가격 급등과 같은 여러모로 불확실한 대외적 여건 속에도 동사는 상대적으로 저렴한 연료비를 투입해 발전소를 가동할 수 있다는 점에서는 분명 의의가 있다.

LNG 직도입으로 낮은 도입단가 유지 → 국내 발전소 급전순위 상승에 기여

한편, 미국과 호주 업스트림 자산에 근거한 LNG 조달 경쟁력은 단순히 안정적인 물량 확보를 넘어, 변동비가 낮은 순서대로 발전소별 급전순위가 이뤄지는 국내 발전구조 하에서 더욱 두드러진다. 카타르의 불가항력 선언 이후 미국과 호주, 캐나다산 등의 현물 구매가 늘어나면서 최근 국내 LNG 도입단가도 상승 압박이 높아지고 있다. 국내 민자발전소들은 통상 한국가스공사에서 LNG를 공급받거나 또는 자가 소비할 만큼만 직도입하는 구조인데, 전자의 경우에는 최근 국내 LNG 도입단가 상승에 따른 연료비 인상 영향의 영향을 직접적으로 받게 된다.

이런 가운데 동사는 업스트림에서 보유하고 있는 자산을 활용해 도입단가 상승이 제한적인 만큼 전체 발전소 중에 급전순위가 앞에 위치하게 된다. 이는 곧 가동률 상승으로 이어지고, 가동률 상승은 고정비 절감과 전력 판매량 증가로 연결되는 만큼 업스트림 자산은 다운스트림 이익 체력 향상에도 기여하게 되는 셈이다.

그림35. 발전사업 매출에 SMP 가격이 영향을 미치는 구조



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

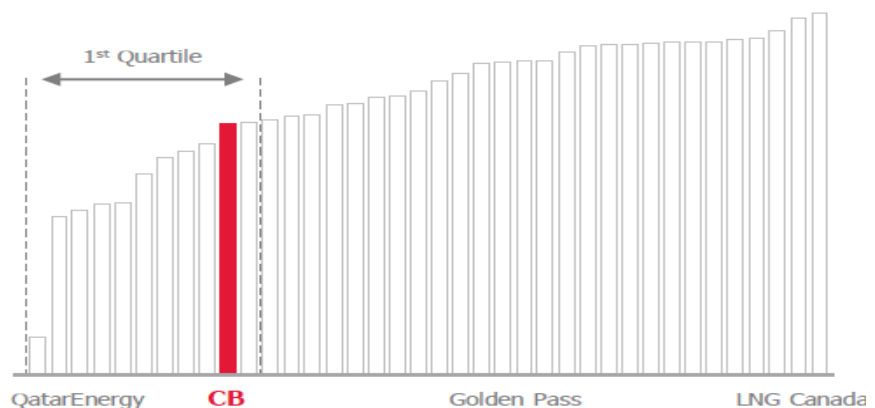
2. 도입단가 낮은 Barossa 가동: 다운스트림 이익체력 레벨업

생산원가 기준 1st Quartile 그룹에 속할 만큼 생산단가 낮은 Barossa 가스전

이처럼 업스트림 자산을 활용해 안정적으로 LNG 조달이 가능한 가운데, 2026년 카고 출하가 본격적으로 시작된 호주 Barossa 가스전의 낮은 생산단가에 조금 더 주목할 필요가 있다. 2025년 이후에 가동을 시작했거나 또는 가동 예정인 글로벌 LNG 프로젝트들 중에 Caldita-Barossa 가스전은 생산원가가 낮은 25% 그룹에 속하는 1st Quartile 프로젝트 중 하나이다. 참고로 이는 2026년 3월 상업생산을 시작한 미국의 Golden Pass 터미널 대비로도 생산원가가 훨씬 낮은 수준이다.

일반적으로 호주의 LNG 생산단가는 카타르, 미국보다 더 높은 편이다. 그럼에도 불구하고 Barossa 가스전의 생산단가가 현저하게 낮을 수 있는 배경은 LNG 프로젝트에서 투자비가 가장 많이 투입되는 액화터미널을 신규로 건설하지 않은 영향이 크다. 인근 Bayu-Undan 가스전 액화용으로 사용됐지만, 매장량 소진으로 2023년부터 운영이 중단된 Darwin LNG 터미널을 개조해서 활용한 브라운필드 프로젝트로 진행하며 투자비를 크게 절감할 수 있었다. 또한 Lump-sum 기반의 건설계약 체결도 COVID 이후의 기자재와 인건비 등 전반적인 비용 급등 영향을 최소화하는데 기여했던 것으로 추정된다.

그림36. 2025년 이후 진입하는 글로벌 LNG 프로젝트별 국내 도입 예상가격 분포도



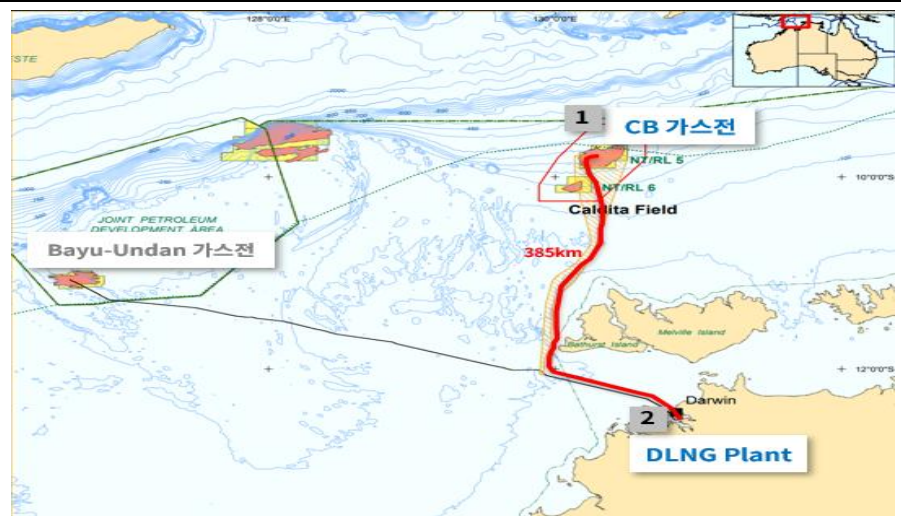
자료: S&P Global(SK E&S 자료 재인용), iM증권 리서치본부

Bayu-Undan 가스전 액화에 사용되던 LNG 터미널 재활용한 Barossa 가스전

호주 Barossa 가스전에서 생산된 천연가스는 해저 파이프라인을 통해 북부지역에 위치한 Darwin 터미널로 수송하고, Darwin 터미널에서는 이를 액화한 후 국내로 운송하는 구조이다. Darwin LNG 터미널은 2003~2005년 동티모르 Bayu-Undan 가스전에서 생산된 천연가스를 액화시키기 위해 건설됐던 터미널로 2006년부터 약 20년간 운영되어 왔다. 그러나 Bayu-Undan 가스전에 매장되어 있던 물량이 대부분 소진됨에 따라 Darwin LNG 터미널도 2023년 이후 상업운동을 중단했다.

이후 개보수 및 일부 부품 업그레이딩 작업을 거쳐 2026년부터는 Barossa 가스전 물량을 액화하는 용도로 다시 활용되고 있다. 해당 터미널은 2006년부터 운영을 시작한 이래 실제로 사용됐던 기간이 20년 미만에 그쳐 해저 파이프라인 설치와 일부 설비 교체 정도만으로도 큰 이슈없이 현재 정상 운영 중인 것으로 확인된다. 참고로 Darwin LNG 터미널은 Bayu-Undan 가스전과 Barossa 가스전 사이에 위치하고 있는데, 물리적 거리로는 오히려 Barossa 가스전과 조금 더 가깝다.

그림37. DLNG 터미널 위치: BU 가스전과 CB 가스전 사이에 위치



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

브라운필드로 업계 평균 대비 20% 내외에 그친 Darwin LNG 투자비

일반적으로 LNG 프로젝트에서 가장 많은 투자비가 투입되는 과정은 액화설비와 터미널 건설이다. 터미널 건설비를 얼마나 최소화하는지에 따라 최종적인 LNG 생산비용이 낮아지게 되고, 이는 결국 터미널 운영업체들의 수익으로 직결된다.

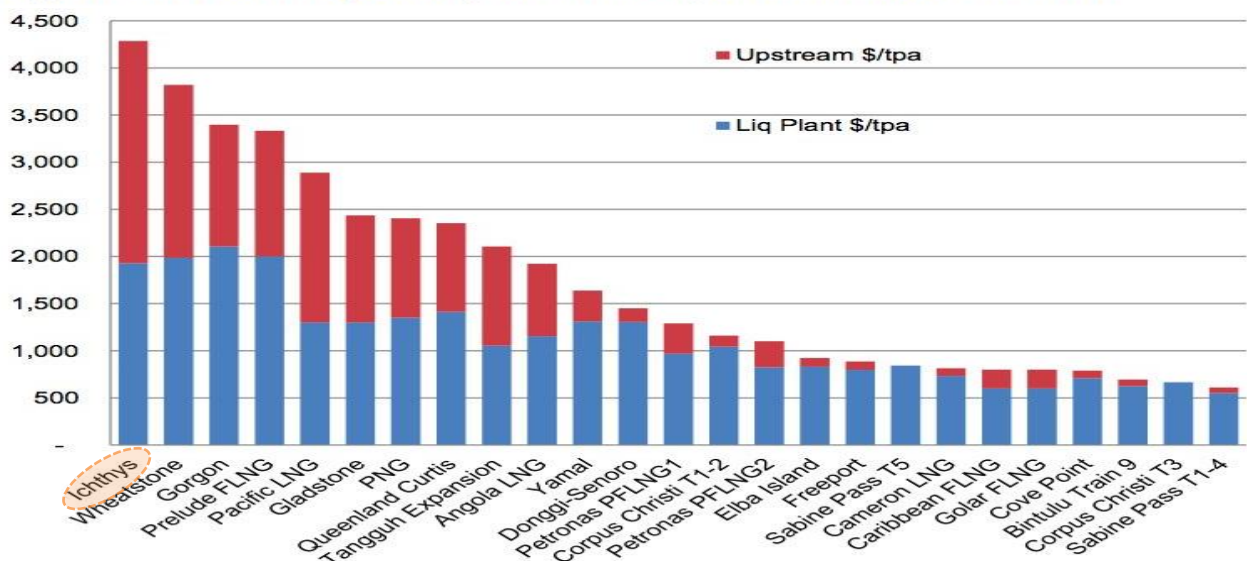
2014년부터 2018년 사이에 건설된 주요 LNG 프로젝트들의 액화설비 건설비는 톤당 평균 1,130달러가 투입됐던 것으로 파악된다. 특히 호주 Barossa 가스전 및 Darwin LNG 터미널과 비슷하게 호주 북부 해상 가스전에서 FPSO 활용해 가스 생산하고 Darwin 인근의 육상 터미널에서 이를 액화시키는 Ichthys 프로젝트는 액화비용만 톤당 2,000달러로 모든 터미널 중 가장 높은 편에 속한다. 가스전을 포함한 Ichthys 프로젝트 투자비는 톤당 4,300달러 수준이다.

반면, Barossa 천연가스를 액화하는 Darwin LNG 터미널은 기존 인프라를 활용한 브라운필드 프로젝트였던 만큼 투자비를 대폭 줄일 수 있었던 것으로 이해된다. 가스전과 연결되는 해저 파이프라인과 일부 설비 교체 및 개보수 등의 전 과정을 포함했을 때 DLNG 투자비는 톤당 200~300달러에 그친다. 이는 동일한 지역에 그린필드로 이뤄졌던 Ichthys LNG 프로젝트 대비 10% 남짓에 불과한 규모이다.

운영사인 Santos는 2021년 컨콜에서 mmbtu당 생산비(cash-cost) 2달러 미만을 목표한다고 밝힌 바 있다. Darwin LNG 터미널의 낮은 액화비까지 같이 고려하면 최종적으로 Barossa 가스전의 LNG 도입 가격은 상당히 낮은 수준으로 예상된다. Barossa 물량은 E&S 발전소 투입량의 40% 내외를 차지하는 만큼 평균 도입단가 하향 안정화 및 이에 따른 다운스트림 이익 개선에 기여할 전망이다.

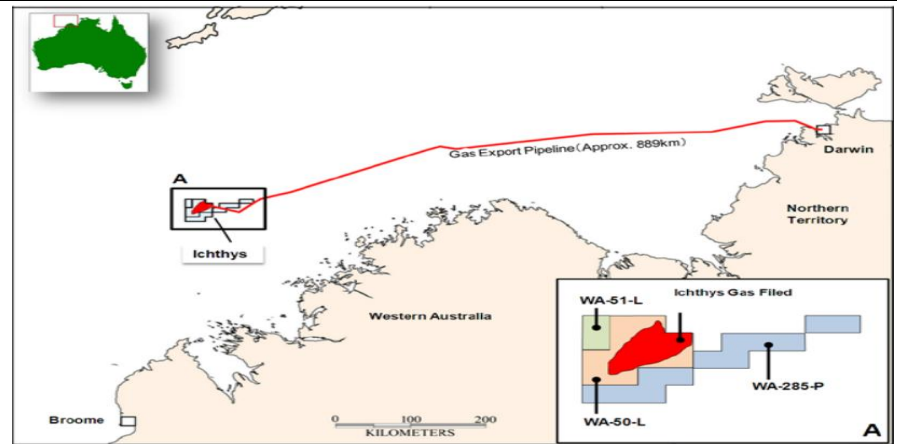
그림38. 2014~2018년에 건설된 주요 LNG 프로젝트들의 투자 비용: 액화설비 투자비는 톤당 평균 1,130달러 수준

Figure 1: Overall Project Capital Costs \$/tpa Constructed 2014–18



자료: 산업자료, iM 증권 리서치본부

그림39. 호주 Darwin에 위치한 일본 Ichthys LNG 프로젝트(해상 가스전-터미널 889km 거리)



자료: INPEX, iM증권 리서치본부

주1: Inpex 67.8%, Total 26%, JERA 7.4%, CPC 2.6%, Osaka Gas 1.2% 및 그 외 일본 전력업체들이 지분 보유

주2: 2012년 1월 FID 완료 후 2018년 7월부터 가스 상업생산 개시

주3: 총 투자비 \$450억. 생산량은 LNG 930만톤, LPG 16만톤, 컨덴세이트 10만b/d 등

그림40. 호주 Santos가 밝힌 Barossa 가스전 cash cost: 2달러 미만 타겟 언급

2 Barossa investment decision

Santos

FID announced in March 2021. Targeting cash cost of production of ~\$2.00/mmBtu

Barossa development

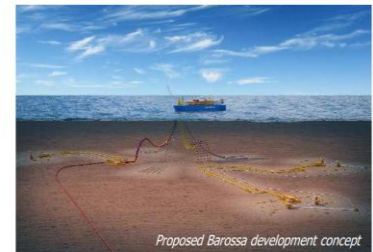
- + Long term LNG offtake agreement signed with DGI, a wholly-owned subsidiary of Mitsubishi, and MOU with Mitsubishi for carbon neutral LNG from Barossa
- + Capex estimated at ~\$3.6 billion gross FID to first gas, including a leased FPSO with upfront pre-payment and option to buy-out
- + Targeting first gas in 1H 2025 and cash cost of production post start-up, including lease cost of ~\$2.00/mmBtu

Equity sell-downs

- + Completed 25% sell-down in DLNG and Bayu-Undan to SK E&S at the end of April for net cash proceeds of \$186 million
- + Finalising 12.5% Barossa sell-down to JERA

Darwin LNG life extension project

- + DLNG and Barossa have approved and executed all agreements to transport and process Barossa gas
- + Barossa FID paves the way for the US\$600 million DLNG life extension and pipeline tie-in projects, which will extend the life for around 20 years



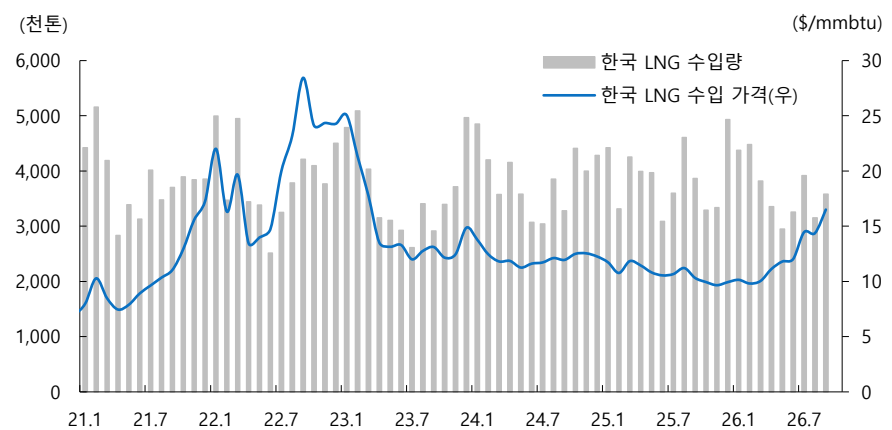
자료: Santos, iM증권 리서치본부

Tangguh 종료에도 Barossa 가동으로 평균 도입단가는 비슷 or 소폭 하락 예상

한편, Barossa 가스전은 2026년 말 종료되는 인도네시아 Tangguh 가스전보다는 생산단가가 높다. 그러나 Tangguh 가스전에서 들어오던 50만톤보다 좀 더 많은 130만톤이 도입됨을 감안하면 오히려 전체적인 단가 인하에는 긍정적으로 작용할 수 있다. 따라서 SK E&S 발전소들 전체로 보면 Barossa 가스전이 온기로 가동된 이후 평균 도입단가는 이전과 비슷하거나 소폭 낮아질 것 수 있을 전망이다.

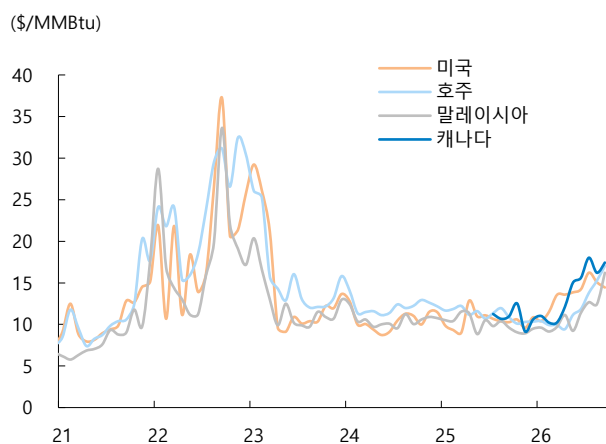
특히 이란전쟁 이후 국내 LNG 평균 도입가격 상승으로 SMP 상방압력이 점점 높아지는 상황에도 E&S 발전소의 투입단가는 크게 변동되지 않고 유지되고 있는 셈이니, 오히려 다운스트림 이익 체력은 대폭 개선될 수 있는 여건이라 판단된다.

그림41. 한국 LNG 수입량 및 수입가격 추이



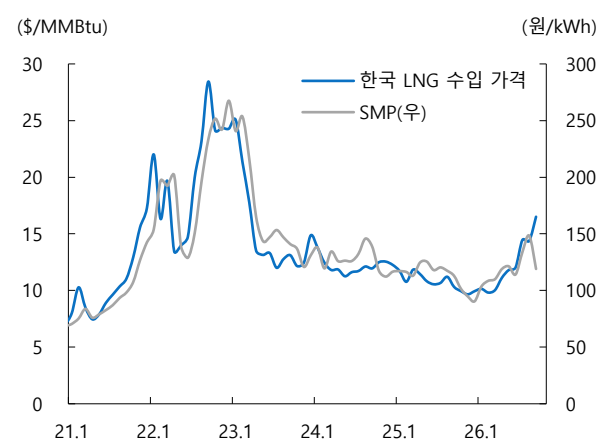
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림42. 한국 LNG 수입국별 도입 가격 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림43. 한국 LNG 수입 가격 및 SMP 추이



자료: KITA, Petronet, iM증권 리서치본부

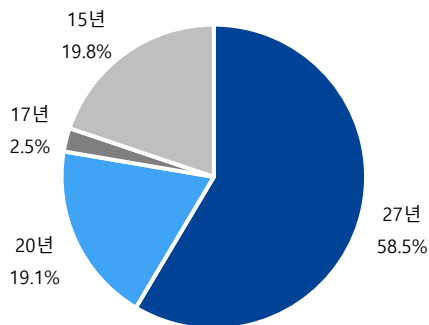
3. 미국산 확대에 따른 LNG 거래구조 변화: 자사선 활용도 확대

미국 LNG 수출 증가로 기존과 사뭇 달라지는 거래 형태

지금까지 LNG 시장은 카타르, 호주 같은 전통적인 대형 생산국과 한국과 일본, 대만 등 아시아 구매국 간의 거래가 중심이었다. 특히 카타르와 호주 물량은 주로 20~25년 장기계약과 유가에 연동된 가격, 지정된 목적지까지 판매자가 운송하는 DES 조건 등에 기반했다. 10년 전만 하더라도 글로벌 공급에서 두 국가의 비중이 50% 육박했던 만큼 이들의 거래 구조가 일종의 표준으로 자리잡게 되었다. 한국 LNG 도입가격이 유가와 동행하는 것도 카타르, 호주산 도입이 컸던 영향이다.

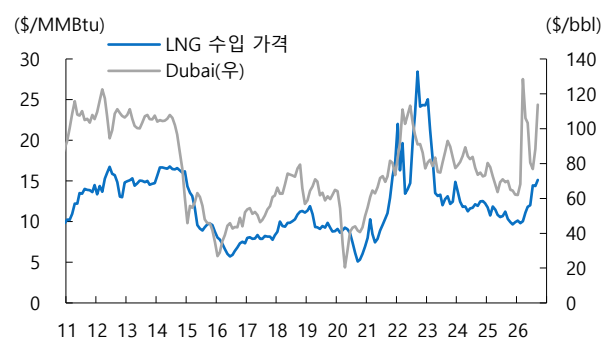
반면, 미국산 LNG는 기존의 계약 구조와 사뭇 다르다. 구매자가 액화터미널에서 물량을 인도받은 이후 운송과 관련된 책임 전반을 지는 FOB 조건이 기본적이다. 목적지도 구매자가 자유롭게 지정할 수 있고, 원유가 아닌 Henry Hub 기준으로 주로 가격이 결정된다. 가장 큰 차이는 계약기간인데, 미국 LNG 수출사들 또한 15~20년의 장기공급 위주로 다루긴 하나, 1년 내외의 단기 계약과 5년 중기 및 현물판매도 활발하게 거래되고 있다. 미국 신규 터미널 상업가동이 대거 시작된 2016년, 2020년 기점으로 대략 3~5년 전에 Henry Hub 가격 기반의 신규 계약이 급증했던 움직임은 미국산 LNG 계약의 특징이 그대로 반영된 것이다.

그림44. 카타르 2025년 10월 기준 신규 LNG 계약 기간별 비중



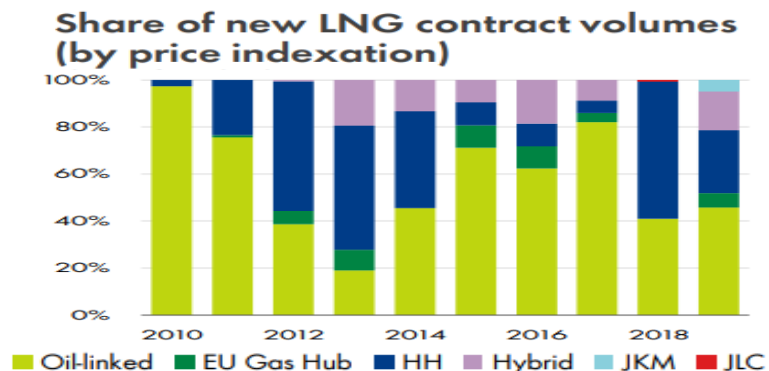
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림45. 한국 LNG 수입 가격 및 Dubai 원유 가격 추이



자료: KITA, Petronet, iM증권 리서치본부

그림46. 2010년 이후 글로벌 LNG 신규 계약 가격 연동방식별 비중 추이



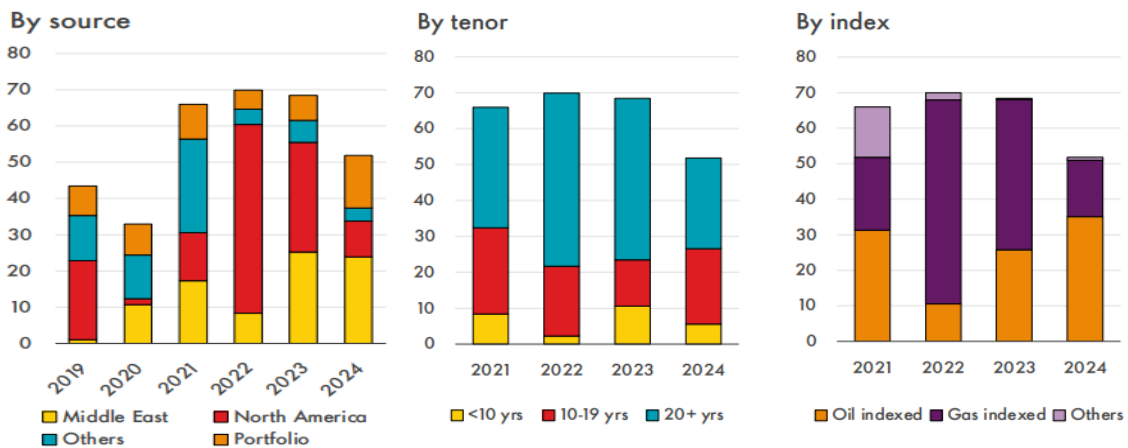
자료: Shell, iM증권 리서치본부

DES 조건 + 유가 연동 → FOB 조건 + 천연가스 연동으로 거래구조 변화

결국 미국산 LNG 확대는 단순한 공급처 전환을 넘어 FOB 및 Henry Hub 기반 중심으로 거래 형태가 변화됨을 의미한다. 2026년 미국의 수출 터미널 3차 붐을 앞두고 2022~2023년 미국산 공급계약이 대폭 늘었는데, 이와 함께 10년 미만의 단기 공급 및 천연가스 기반의 가격결정 계약 비중도 크게 증가했다.

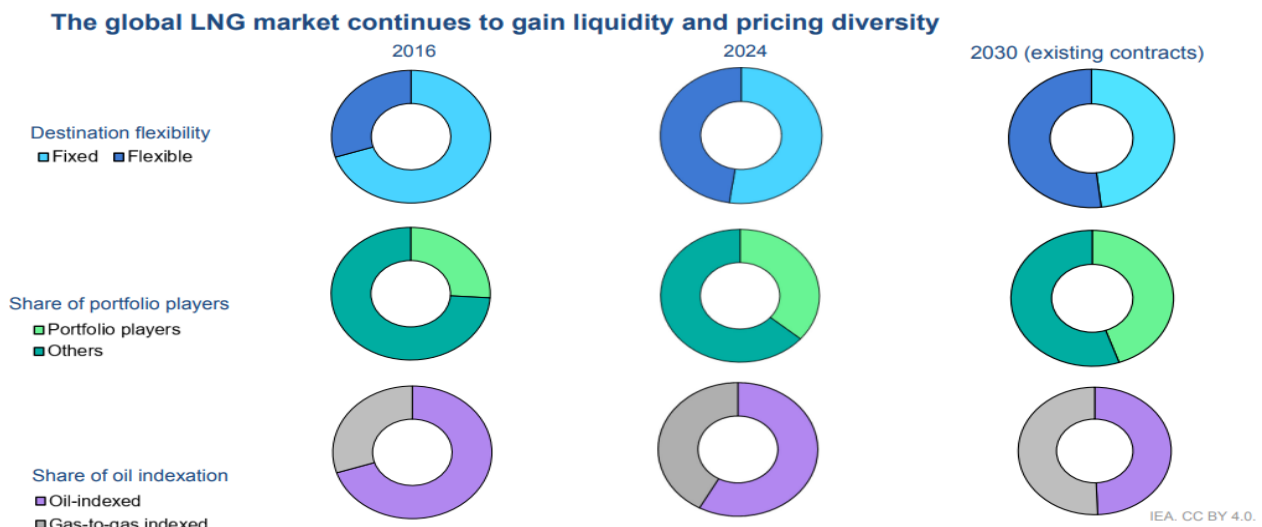
IEA 역시 글로벌 LNG 시장의 중장기 거래 형태와 관련해 2016년만 하더라도 약 70% 상회하던 목적지 제한 조항 및 유가 연동 계약 비중이 2030년에는 50% 미만으로 빠르게 감소할 것이라는 전망을 제시하고 있다.

그림47. 최근 신규로 체결된 LNG 공급계약 공급자(1), 계약기간(2), 가격 연동방식(3) 구조별 비중 (단위: 백만톤)



자료: Shell, iM증권 리서치본부

그림48. IEA, 글로벌 LNG 시장 거래 조건별 비중 중장기 전망



자료: IEA, iM증권 리서치본부

FOB 조건에서 활용 가치가 더 높아지는 미드스트림(자사선) 밸류체인

PRISM 자사선 4척으로 Barossa 가스전 물량 100% 자체 운송

구매자가 선박 확보 및 운송에 대한 책임을 전적으로 부담하는 FOB 조건에서는 자사선 활용 가치가 더욱 높아진다. 자사선은 안정적인 운송을 가능하게 할 뿐만 아니라 운임과 보험료 등에 대한 변동 리스크도 최소화할 수 있기 때문이다. 특히 호르무즈 봉쇄 이후 선박 조달 차질과 현물 용선료가 급등하는 최근 해운시장과 같은 상황에서는 단순히 비용 절감을 넘어, 안정적이고 유연하게 물량을 조달할 수 있는 원천이 된다는 점에서 그 가치가 더욱 두드러진다.

카타르의 불가항력 선언 이후 스팟 물량을 확보하려는 움직임이 급증하면서 최근 LNG 현물 가격이 25~26달러로 급등했다. 가격도 부담이지만, 용선료와 보험료 상승까지 감안하면 실제 도입하게 되는 가격은 이보다 더 높아질 수밖에 없다. 최근 혼란스러운 해운시장에서도 동사는 자회사 PRISM Energy가 소유한 자사선 4척을 활용하여 LNG 도입을 안정적으로 유지할 수 있다. 미국 Freeport 터미널 액화물량 220만톤 중 일부와 Barossa 가스전에서 생산된 130만톤은 자사선으로 국내에 직접 들어오고 있다. PRISM 선박은 한 척당 사이즈가 18만^m³로 8만톤의 LNG 선적이 가능한데, 호주에서 한국까지 편도 10~12일을 적용하면 1척으로도 동사가 확보한 130만톤은 충분히 핸들링 가능한 것으로 계산된다. 실제로 이번 투어 중 Darwin LNG 터미널 운영자들과의 질의응답 과정에서 약 10일에 1회씩 선박이 주기적으로 출항하고 있음을 확인할 수 있었다.

그림49. SK이노베이션 E&S 미드스트림: 자사선 4척을 활용해 LNG 직접 운송



자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

자사선 운영은 지역별 LNG 가격 차이에 따른 차익거래 향유를 위한 필수조건

JKM, TTF 등 각 지역별 현물가격 차이에 따라 운송지를 유연하게 선택함으로써 차익거래 기회 포착이 가능하다는 점에서도 자사선 활용 가치는 더욱 높아진다. FOB 조건을 기반으로 하는 미국산 LNG 계약은 통상 목적지 제한 조항이 없어 인도 이후에는 경제성이 더 높은 지역으로 자유롭게 판매할 수 있다. 그러나 가격 차이에 따른 차익거래를 취하기 위해서는 원하는 시기에 원하는 지역으로 원하는 만큼의 양을 유연하게 할당할 수 있어야 한다. 이처럼 자유롭게 물량을 핸들링할 수 있는 역량은 자사선을 확보하고 있느냐에 달려 있다.

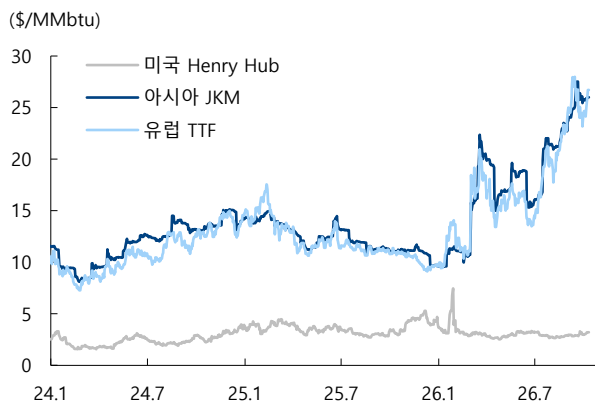
동사는 PRISM 자사선 뿐만 아니라 미국, 호주에 보유한 업스트림 자산을 활용해 트레이딩 물량의 일부는 지역별 차익 거래에 활용할 수 있는 잠재력까지 갖췄다. Barossa 가스전 물량은 생산단가가 워낙 낮고 한국과의 운송거리도 짧아 대부분 국내 다운스트림 발전소 가동에 투입될 가능성이 높지만, 미국 업스트림 자산의 활용도는 사뭇 다를 수 있다.

그러나 유틸리티 구조 특성상, 차익거래는 본연의 이익에 +@ 정도로만 접근

대표적으로 Henry Hub 가격은 낮고 유럽, 아시아 LNG 현물이 비싼 최근 같은 국면에서 미국 업스트림과 미드스트림 자산 활용 가치는 훨씬 더 부각될 수 있다. 가령, 저렴한 미국산 가스를 구매해 Freeport 터미널에서 220만톤까지 액화한 후 유럽과 아시아 현물시장에서 높은 가격에 판매함으로써 차익을 취하는 방식이다.

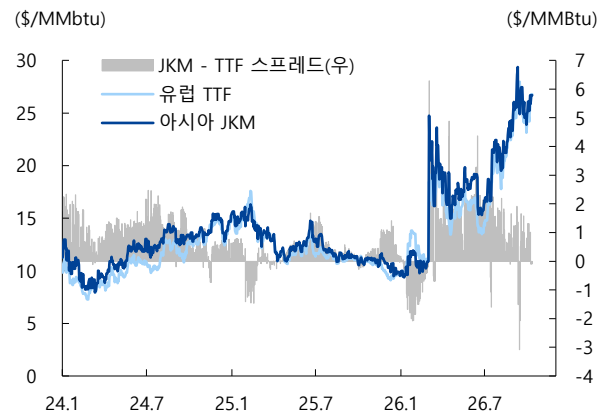
다만, 동사의 LNG 사업은 BP, Shell 등 글로벌 포트폴리오 업체들처럼 LNG 트레이딩을 통한 이익 창출보다는 경쟁력 있는 저가연료 조달을 통해 안정적으로 발전소를 가동하는 유틸리티 업체의 역할에 더 방점 두고 있음을 고려해야 한다. 업스트림과 미드스트림의 자산 확보도 그 목표를 달성하기 위한 수단 중 하나로 이뤄진 것인 만큼 이를 활용한 지역별 차익거래 창출은 유틸리티 사업 경쟁력에 더해지는 부가적인 플러스 알파의 이익 정도로 접근할 필요는 있다.

그림50. 지역별 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림51. JKM, TTF 가격 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



기업분석

SK이노베이션 (096770)

하반기 기점으로 재평가돼야 하는 E&S 이익 체력과 이를 가능케 하는 근거들

Venture Global (VG-US)

LNG 스프레드 확대로 단기 이익 극대화

SK이노베이션 (096770)

2026.10.12

하반기 기점으로 재평가돼야 하는 E&S 이익 체력과 이를 가능케 하는 근거들

[정유/화학/에너지] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

목표주가 25만원 상향, 투자 의견 매수 유지

동사에 대한 매수의견을 유지하고, 목표주가를 19만원에서 25만원으로 상향한다. 정유/유회유 중심의 호실적이 지속되는 한편, E&S 역시 SMP 상승 및 전력판매량 증가와 함께 Barossa 가스전 상업가동 개시로 이익체력이 대폭 개선될 전망이다. 26년 3분기부터 온기 발생하는 Barossa 가스전과 Darwin LNG 터미널 상업가동 효과를 이익 추정치에 반영하며 E&S 사업가치를 기존 9.8조원에서 14.7조원으로 대폭 상향했다. 금번 목표주가 변경은 E&S 적정가치를 상향 조정한 영향이 크다. 그 외에 정유+화학은 합산 24.6조원, 유회유 12.1조원, E&P 4.0조원, On 3.3조원 등으로 추정했고, 당기순이익 급증에 따른 현금성자산 증가로 26년 말 순차입금 규모도 19.4조원으로 큰 폭의 감소가 예상됨을 반영하였다.

하반기 재평가돼야 하는 E&S 이익 체력과 이를 가능케 하는 근거들

최근 유가 변동성 확대에도 불구하고, 정제마진 강세는 장기화될 것으로 예상되고 유회유 역시 고마진을 이어가고 있다. 국내 LNG 평균 도입단가 상승으로 SMP 상방 압력이 높아짐에 따라 E&S 역시 호실적이 기대된다. 26년 전 사업부의 이익 체력 상승으로 연결 기준 영업이익은 11조원에 육박할 전망이다.

정유 및 유회유 부문 호실적에 대해서는 시장에서 이미 충분히 인지하고 있으나, E&S 이익 체력은 여전히 매우 과소평가되고 있다. 지금까지 국내 LNG 도입단가 상승에 따른 SMP 상승과 상대적으로 선순위인 급전순위를 활용해 전력 판매량이 늘어날 수 있다는 정도에만 초점을 맞춰 왔지만, 이제는 3분기부터 호주 Barossa 가스전 물량이 동사 발전소에 본격적으로 투입되고 있음을 고려할 필요가 있다.

Barossa 가스전은 기존에 운영 중이던 Darwin LNG 터미널을 브라운필드 형태로 활용해 최근 진행된 글로벌 프로젝트 중 생산단가가 낮은 25% 그룹에 속할 만큼 경쟁력이 높은 편이다. 특히 올해 하반기까지는 동사 도입량 중 단가가 가장 낮은 것으로 추정되는 인도네시아 Tangguh 물량도 투입된다. 카타르 공급 차질 이후 현물 구매량 증가로 연초 10달러였던 국내 LNG 도입가격이 9월 기준 16달러를 상회하는 상황에서도 동사는 상대적으로 저가의 물량을 도입하고 있는 것이다.

오히려 분기 기준 약 33만톤이 Barossa 가스전에서 신규 유입됨으로써 기존에 스팟 시장에서 고가에 구매하던 물량을 대체하게 된 만큼 3분기 E&S 투입단가는 QoQ, YoY 대비 큰 폭 하락했을 것으로 추정된다. 이는 변동비가 낮은 순서대로 급전지시가 이뤄지는 국내 발전구조에서 동사 발전소의 가동률 상향을 의미한다.

하반기부터 온기 반영되는 Barossa 가스전 상업가동은 안정적인고 저렴한 연료 조달을 가능하게 하는 핵심 요인이다. 특히 동사는 자회사 PRISM 소유 자사선을 활용해 직접 핸들링하는데, 이는 미국 업스트림 자산과 연계해 최근 지역별 LNG 가격차에 따른 차익거래 기회 포착에도 활용될 수 있다. 현재 LNG 시장은 동사의 업스트림+미드스트림+다운스트림 통합 밸류체인 경쟁력이 좀 더 부각될 수 있는 국면이다. 단순히 SMP 상승과 전력판매량 증가를 넘어, 동사 LNG 사업 구조의 근본적인 경쟁력과 여기서 창출되는 이익 체력 레벨업에 주목이 필요하다.

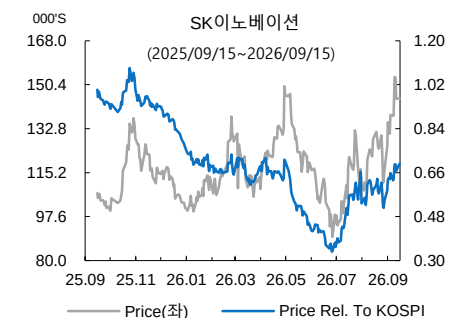
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	250,000원(유지)
종가(2026.10.08)	161,500원
상승여력	54.8 %

Stock Indicator	
자본금	876십억원
발행주식수	16,905만주
시가총액	24,479십억원
외국인지분율	16.7%
52주 주가	89,500~159,600원
60일평균거래량	1,011,374주
60일평균거래대금	133.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.8	54.9	31.2	56.2
상대수익률	17.6	74.7	16.0	-14.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	80,296	104,036	79,723	62,372
영업이익(십억원)	449	11,172	4,866	4,026
순이익(십억원)	-3,348	3,985	1,515	1,151
EPS(원)	-21,056	23,398	8,896	6,757
BPS(원)	127,962	163,672	171,578	177,345
PER(배)		6.2	16.3	21.4
PBR(배)	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	-14.4	16.0	5.3	3.9
배당수익률(%)		2.8	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	10.9	3.0	4.9	5.2

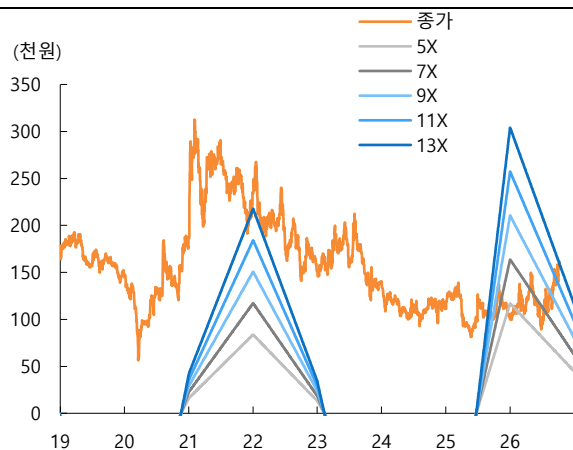
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SK이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원)	변경 (2026.10.12)			참고 내용
	26~27년 평균 EBITDA	적용 Multiple	적정 EV	
사업가치 합계			58,844	(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)
정유/화학 (SKE+GC+SKIP)	5,136	4.8	24,652	(a) 글로벌 정유, 화학업체 Peer EV/EBITDA 평균
유탄유 (엔무브)	1,987	6.1	12,122	(b) 글로벌 정유업체 Peer EV/EBITDA 평균
LNG (E&S)	1,888	7.8	14,723	(c) 한국가스공사, SK가스, 포스코인터 EV/EBITDA 평균
배터리 (On)	1,014	3.6	3,297	(d) 배터리 Peer EV/EBITDA 대비 70% 할인 및 지분율 반영
E&P (एसउन)			4,050	(e) 2024년 말 확인 매장량 3.0억 배럴, 배럴당 \$10 적용
투자자산가치	8,280		4,140	(B): 2026년 당사 예상치 기준 50% 할인 적용
순차입금			19,387	(C): 2026년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			94.4	(D): 2026년 10월 8일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			43,503	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 발행주식 수		173,534,088		(F): SKIET 흡수합병으로 예상되는 발행주식 수 증가분 선반영
적정주가 (원)			250,686	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			250,000	기존 190,000원 대비 +31.6% 상향 조정
현재주가 (원)			161,500	2026년 10월 8일 종가 기준
상승여력(%)			54.8%	

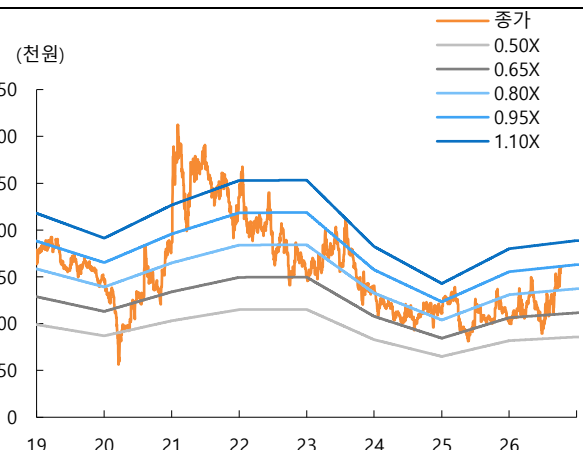
자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK이노베이션 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. SK이노베이션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

표2. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
Total											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,671	24,212	29,157	27,371	23,295	74,270	80,658	104,036
영업이익	-45	-418	573	295	2,162	3,487	3,504	2,019	356	406	11,172
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	12.0%	12.8%	8.7%	0.5%	0.5%	10.7%
SKE+GC+SKIP											
매출액	14,395	13,387	14,743	13,833	33,316	20,475	21,607	20,524	60,192	56,358	95,922
영업이익	-78	-585	280	466	2,073	1,517	1,878	939	586	83	6,406
영업이익률	-0.5%	-4.4%	1.9%	3.4%	6.2%	7.4%	8.7%	4.6%	1.0%	0.1%	6.7%
Lubricant											
매출액	972	894	981	990	1,222	1,983	2,452	2,236	4,235	3,836	7,893
영업이익	121	135	171	181	189	692	961	592	687	608	2,433
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	34.9%	39.2%	26.5%	16.2%	15.8%	30.8%
SK-On											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,870	2,946	1,793	1,556	6,267	6,978	8,165
영업이익	-299	-66	-125	-441	-349	822	-161	-200	-1,127	-932	112
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-18.7%	27.9%	-9.0%	-12.8%	-18.0%	-13.4%	1.4%
SKE&S											
매출액	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	2,596	3,171	3,179	3,135	11,863	12,643
영업이익	193	115	255	118	283	106	718	595	123	681	1,703
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	4.1%	22.6%	18.7%	3.9%	5.7%	13.5%
Others											
매출액	422	373	474	354	-15,893	1,157	-1,652	-4,200	441	1,623	-20,587
영업이익	18	-16	-7	-29	-34	351	108	92	86	-34	518
영업이익률	4.3%	-4.3%	-1.5%	-8.0%	0.2%	30.3%	-6.6%	-2.2%	19.5%	-2.1%	-2.5%

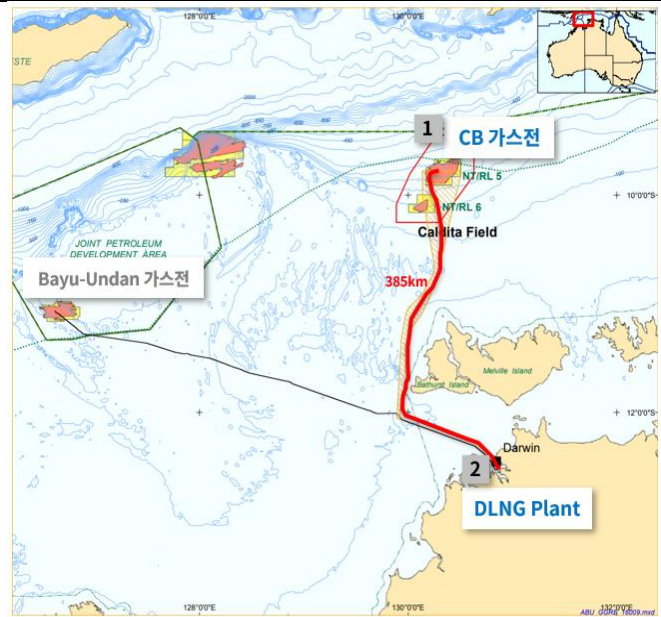
자료: iM증권 리서치본부

주: 1Q26부터 부문별 실적 기준 변경. Others에는 E&P, SKIET, Staff 관련 비용 등 기타 부문까지 모두 포함

그림3. 호주 업스트림 자산: Cالدita-Barossa 가스전 및 Darwin LNG 액화 터미널

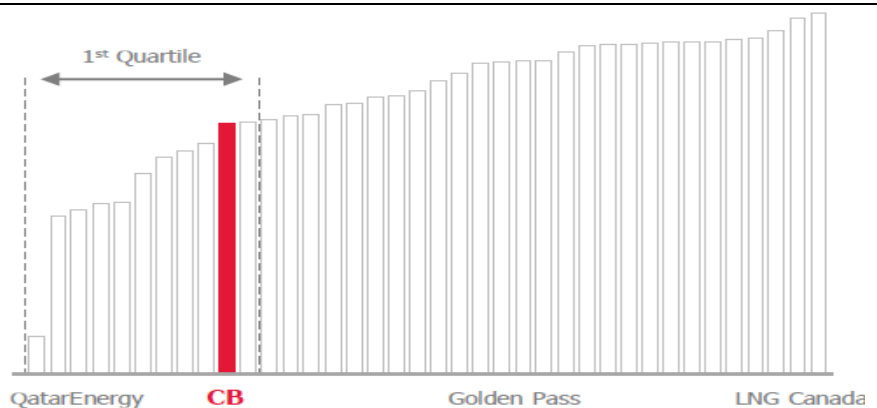
가스전	
가스전	Cالدita-Barossa
위치	호주 북서 해상 (해안으로부터 약 300km)
매장량	Gas 3.4Tcf, Condensate 51MMbbl
생산량	천연가스 170Bcf/년 (LNG 환산 350만톤/년)
참여자	SK이노베이션 E&S(37.5%), Santos(50%, 운영사), JERA(12.5%)

액화플랜트	
LNG Plant	Darwin LNG (DLNG)
위치	호주 북부 육상 Darwin 市 인근
설비개조	2006~2023년 BU 가스전 LNG 생산용으로 활용됐으나, 개조 후 2026년부터 Barossa 가스전 LNG 생산에 활용 중
액화용량	연간 370만톤 (name plate capacity 기준)
참여자	SK이노베이션 E&S(25.05%), Santos(43.3%, 운영사) ENI(11.0%), Inpex(11.4%), JERA(6.1%), TG(3.1%)



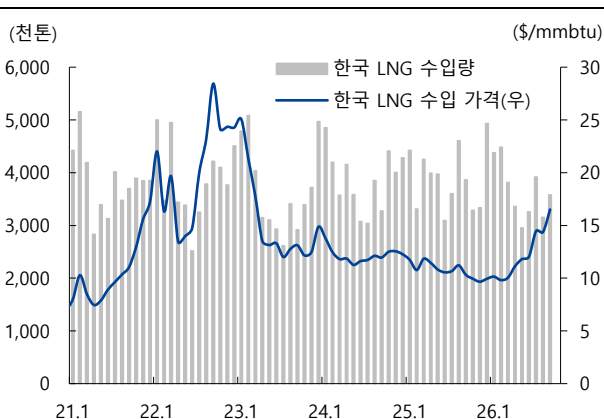
자료: SK이노베이션 E&S, iM증권 리서치본부

그림4. 2025년 이후 진입하는 글로벌 LNG 프로젝트별 국내 도입 예상가격 분포도



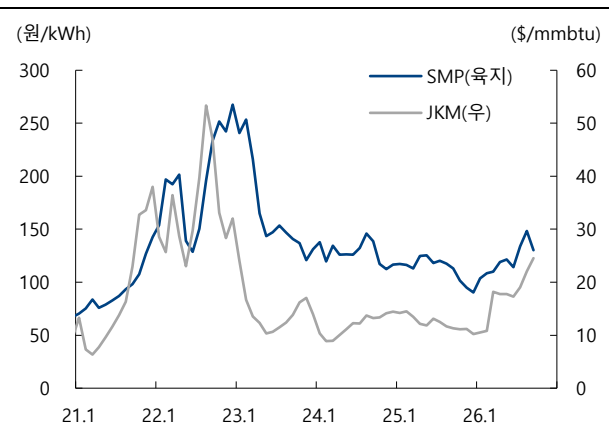
자료: S&P Global(SK E&S 자료 재인용), iM증권 리서치본부

그림5. 한국 LNG 수입량 및 수입가격 추이



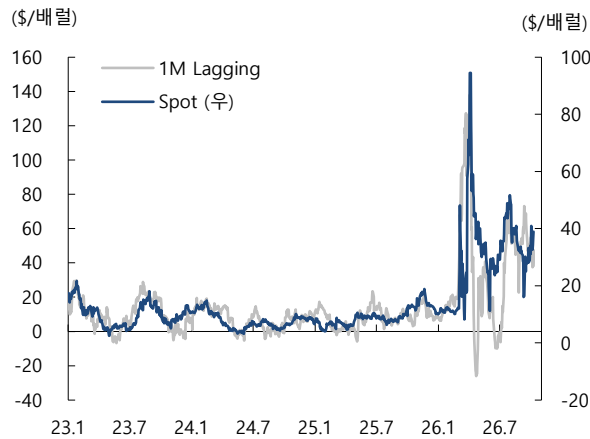
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. SMP 및 JKM 가격 추이



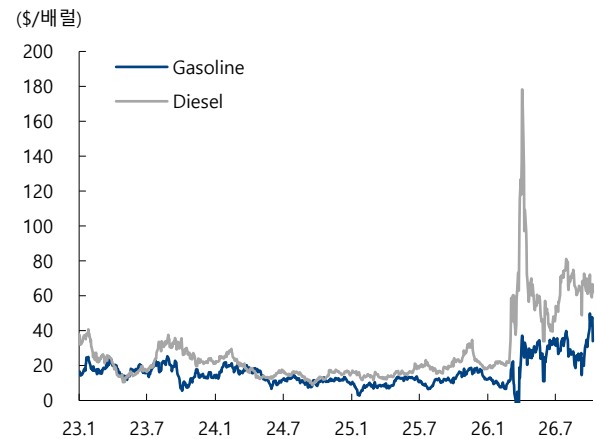
자료: KRX, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 복합정제마진 추이



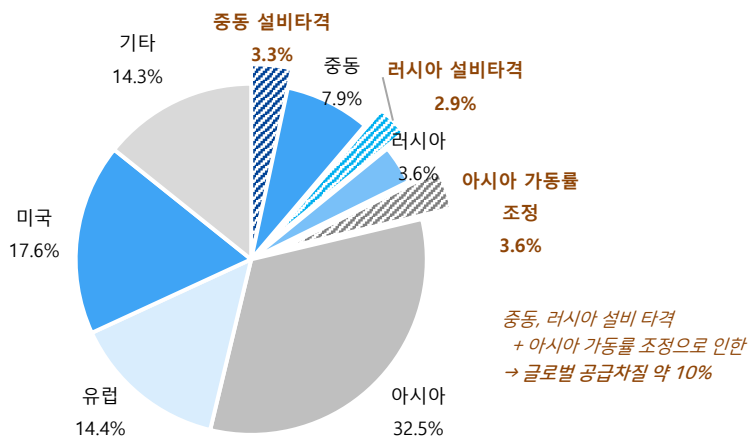
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림8. 휘발유 및 경유 마진 추이



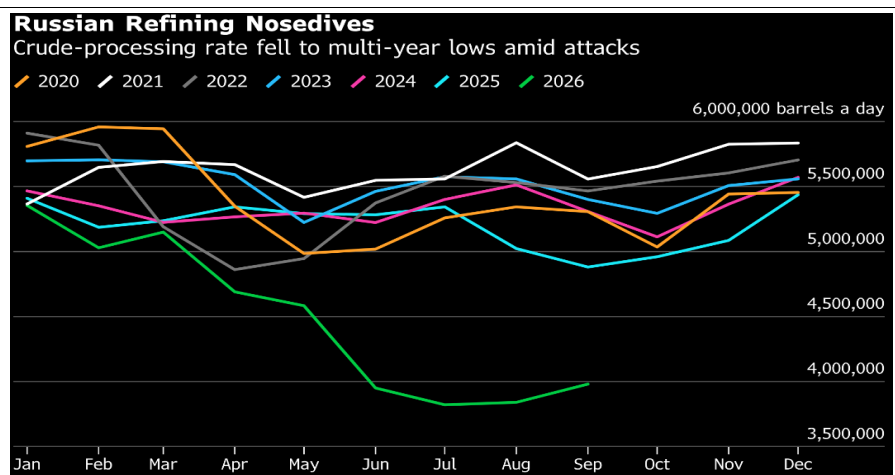
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림9. 러-우 전쟁과 미-이란 전쟁으로 인한 글로벌 정제설비 공급차질 규모



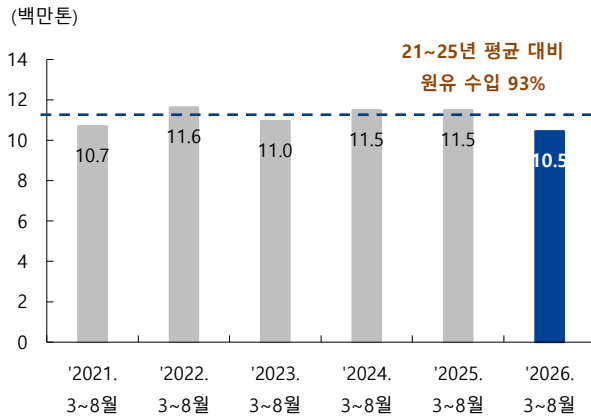
자료: iM증권 리서치본부

그림10. 러시아 정제품 처리량 추이



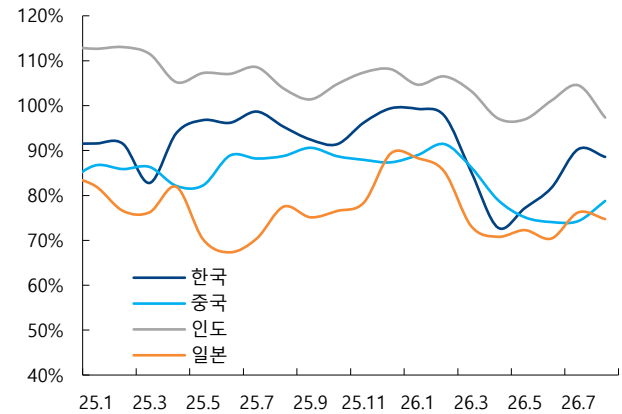
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 한국 원유 평균 수입량 비교 (3~8월 평균 기준)



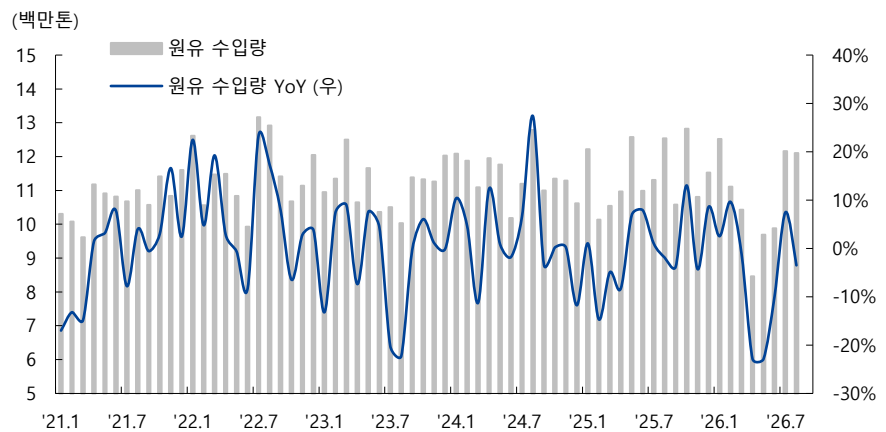
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림12. 아시아 주요국 정제설비 가동률 추이



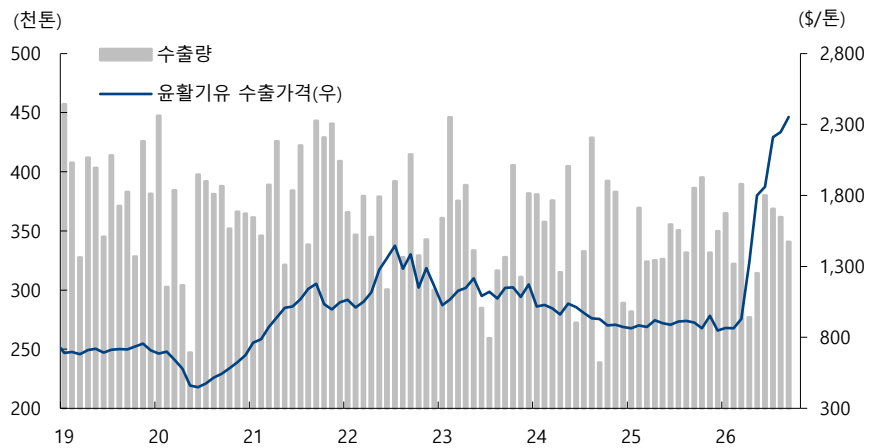
자료: OPEC, iM증권 리서치본부

그림13. 한국 원유 수입량 추이



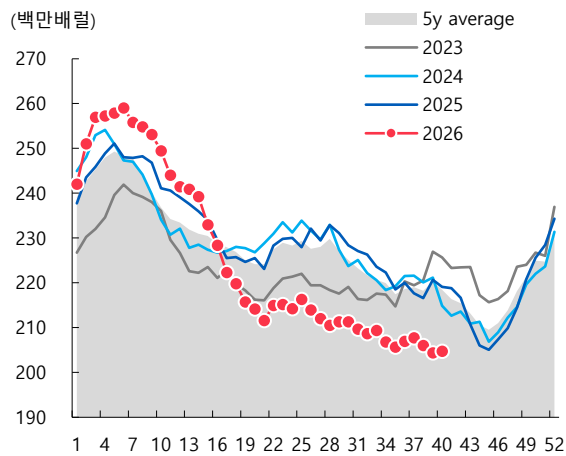
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림14. 윤활기유 수출량 및 가격 추이



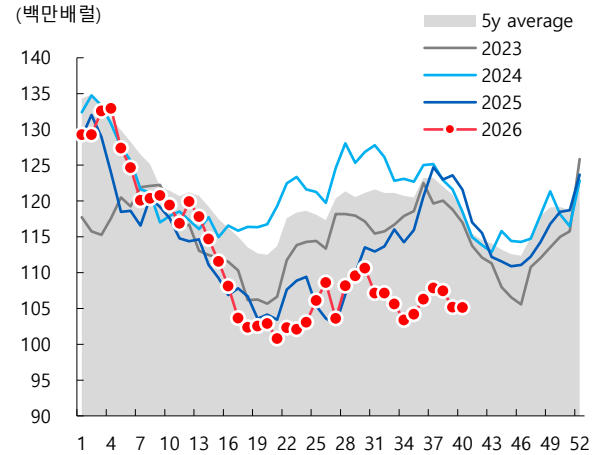
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림15. 미국 휘발유 재고 추이



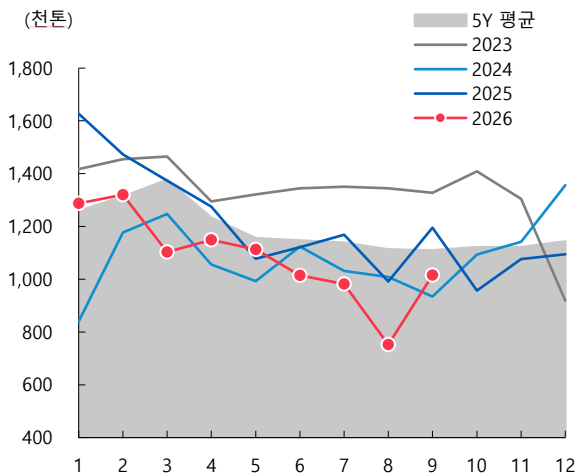
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림16. 미국 중간유분 재고 추이



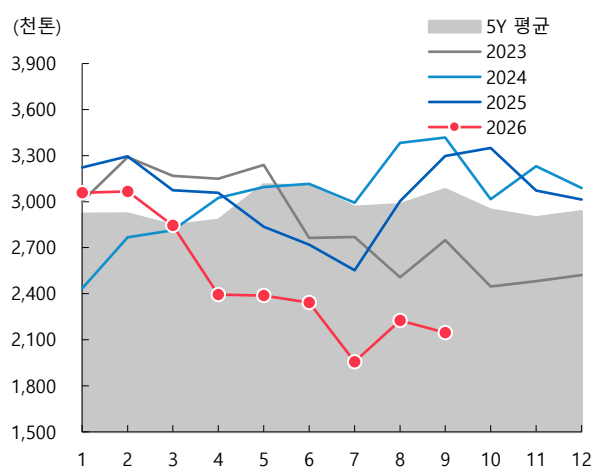
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림17. 유럽 휘발유 재고 추이



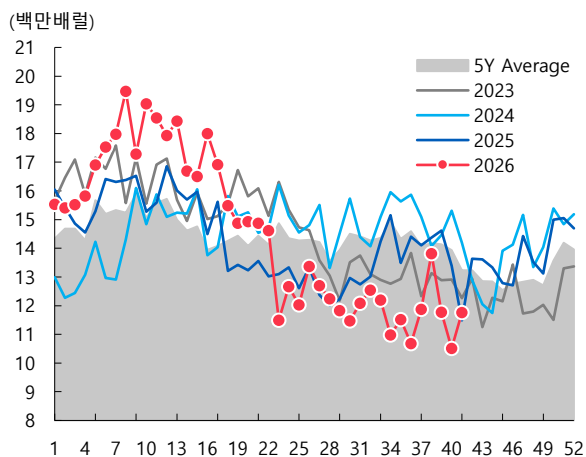
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. 유럽 중간유분 재고 추이



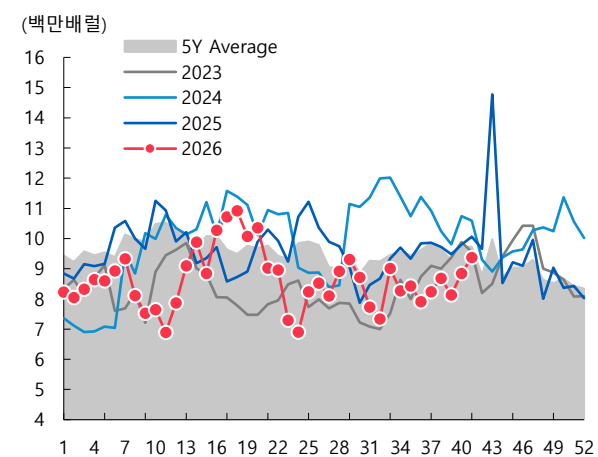
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림19. 싱가포르 경질유분 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림20. 싱가포르 중간유분 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

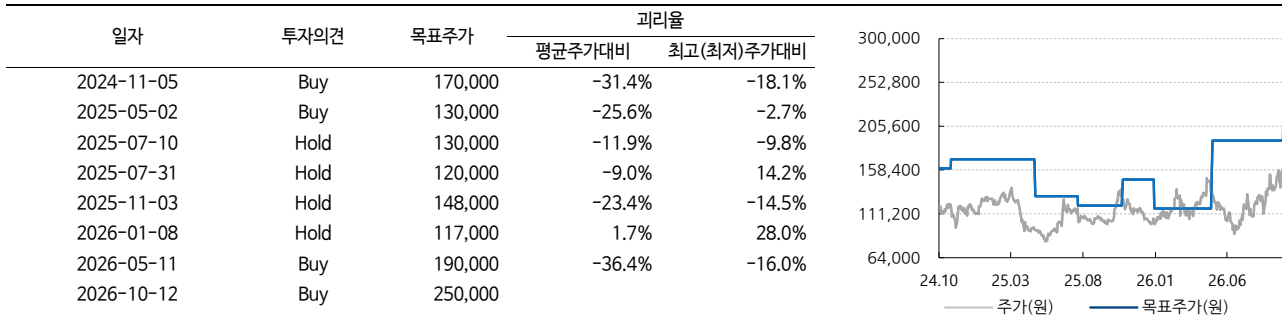
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,795	55,212	52,493	49,732	매출액	80,296	104,036	79,723	62,372
현금 및 현금성자산	16,092	18,623	21,793	23,137	증가율(%)	8.1	29.6	-23.4	-21.8
단기금융자산	294	293	307	323	매출원가	75,996	87,621	70,795	55,087
매출채권	8,087	11,119	8,570	6,750	매출총이익	4,300	16,415	8,928	7,285
재고자산	9,559	15,605	11,959	9,356	판매비와관리비	4,570	5,242	4,062	3,259
비유동자산	62,813	60,946	60,665	60,736	연구개발비	368	-	-	-
유형자산	47,195	46,444	47,103	48,090	기타영업수익	719	-	-	-
무형자산	2,339	2,026	1,756	1,525	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	105,608	116,157	113,157	110,468	영업이익	449	11,172	4,866	4,026
유동부채	41,057	43,723	39,928	37,253	증가율(%)	26.1	2,390.0	-56.4	-17.3
매입채무	9,140	12,395	9,498	7,431	영업이익률(%)	0.6	10.7	6.1	6.5
단기차입금	7,202	6,902	5,402	4,602	이자수익	411	474	554	588
유동성장기부채	9,372	8,844	9,200	9,139	이자비용	1,530	1,481	1,394	1,332
비유동부채	28,160	27,476	25,979	24,265	지분법이익(손실)	-246	-27	-164	-145
사채	5,806	5,806	5,806	5,806	기타영업외손익	-4,479	-248	-8	-83
장기차입금	16,959	16,459	15,259	14,459	세전계속사업이익	-5,869	8,888	3,379	2,567
부채총계	69,217	71,199	65,907	61,518	법인세비용	-955	2,418	919	698
지배주주지분	21,792	27,874	29,220	30,202	세전계속이익률(%)	-7.3	8.5	4.2	4.1
자본금	876	876	876	876	당기순이익	-5,436	6,470	2,460	1,869
자본잉여금	13,245	15,376	15,376	15,376	순이익률(%)	-6.8	6.2	3.1	3.0
이익잉여금	4,304	7,622	8,720	9,454	지배주주귀속 순이익	-3,348	3,985	1,515	1,151
기타자본항목	2,670	3,302	3,551	3,799	기타포괄이익	-501	317	317	317
비지배주주지분	14,599	17,085	18,030	18,748	총포괄이익	-5,938	6,788	2,777	2,186
자본총계	36,391	44,959	47,250	48,950	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,283	6,866	13,005	10,491	주당지표 (원)				
당기순이익	-5,436	6,470	2,460	1,869	EPS	-21,056	23,398	8,896	6,757
유형자산감가상각비	2,865	2,901	2,622	2,512	BPS	127,962	163,672	171,578	177,345
무형자산감가상각비	370	314	269	231	CFPS	-707	42,271	25,873	22,867
지분법관련손실(이익)	-246	-27	-164	-145	DPS	-	4,000	2,500	2,500
투자활동 현금흐름	-4,285	-3,005	-3,604	-4,454	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4,802	-2,150	-3,280	-3,500	PER		6.2	16.3	21.4
무형자산의 처분(취득)	-224	-	-	-	PBR	0.8	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	1,715	90	637	8	PCR	-143.1	3.4	5.6	6.3
재무활동 현금흐름	2,346	1,432	-2,383	-1,450	EV/EBITDA	10.9	3.0	4.9	5.2
단기금융부채의증감	-4,560	-828	-1,144	-861	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,960	-500	-1,200	-800	ROE	-14.4	16.0	5.3	3.9
자본의증감	2,000	2,132	-	-	EBITDA이익률	4.6	13.8	9.7	10.9
배당금지급	-231	-231	-231	-231	부채비율	190.2	158.4	139.5	125.7
현금및현금성자산의증감	226	2,532	3,169	1,344	순부채비율	63.1	42.5	28.7	21.5
기초현금및현금성자산	15,865	16,092	18,623	21,793	매출채권회전율(x)	9.5	10.8	8.1	8.1
기말현금및현금성자산	16,092	18,623	21,793	23,137	재고자산회전율(x)	8.1	8.3	5.8	5.9

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 본 위원은 SK이노베이션(096770)으로부터 일부 비용을 지원 받아 SK E&S 호주 사이트 투어(2026.09.28. ~ 2026.10.02)를 참석하였습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-

Venture Global (VG-US)

2026.10.12

LNG 스프레드 확대로 단기 이익 극대화

[에너지/정유/화학 RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

루이지애나에 기반을 둔 미국의 핵심 LNG 수출업체

동사는 미국 루이지애나를 중심으로 LNG 액화/수출 터미널을 운영하는 업체이다. 장기 SPA를 기반으로 안정적인 현금흐름을 확보하는 동시에, 미계약/커미셔닝 물량의 Spot 판매를 통해 LNG 가격 스프레드 확대의 업사이드를 함께 갖추고 있다. 현재 상업가동 중인 Calcasieu Pass 1(CP1)에 더해, 건설 준비 중에 있는 CP2, Plaquemines가 모두 완공될 시 동사의 연간 생산능력은 68MT로 확대될 전망이다. 이 경우 동사는 글로벌 2위 규모의 LNG 수출업체로 도약하게 된다.

단기 물량의 Spot 판매를 통한 이익 레버리지 극대화

JKM/TTF-HH 스프레드 확대는 단기적인 이익 업사이드를 높이는 핵심 요인이다. 장기 물량의 수수료는 고정된 반면, 미계약/커미셔닝 물량은 글로벌 LNG 가격에 노출돼 있어 스프레드 확대 시 Implied Liquefaction Fee가 증가하기 때문이다.

동사의 Implied Liquefaction Fee는 1Q26 평균 MMBtu당 \$3.82에서 2Q26 \$6.45로 QoQ +69% 상승했다. 3월 전쟁 발발 이후 1)카타르/UAE의 설비 차질 및 2)유럽 재고 확충 수요가 지속되며 JKM/TTF 가격이 크게 급등한 반면, 미국 Henry Hub 가격은 비교적 안정세를 유지한 영향이다.

동사는 2Q26 실적발표에서 올해 미판매 물량에 대해 \$12.5~13.5의 액화수수료 Range를 가정했다고 밝혔는데, 이는 1Q26 \$9.5~10.5 대비 \$3 증가한 수치이며 '26년 전체 계약 물량 평균 대비로는 약 2~3배 높은 수준이다. 실적발표 당시의 천연가스 선물 가격이 보수적으로 추정된 숫자이고, JKM/TTF 가격은 3Q26 이후 QoQ 기준 더 상승한 점을 감안하면 단기적인 실적 개선의 가시성은 높아 보인다.

실제로 동사는 '26년 연간 EBITDA 가이던스를 2개 분기 연속으로 상향했으며, 2Q26 기준 \$87~91억으로 연초 대비 +6~7% 높아졌다. 참고로 동사는 Implied Liquefaction Fee가 \$1/MMBtu 상승할 때 '26년 연간 EBITDA는 \$1.8~2.1억, '27년 연간 EBITDA는 \$6.5~7.0억만큼 각각 증가하게 된다고 밝힌 바 있다.

현재 동사는 4Q26 COD 앞둔 Plaquemines Phase 1의 커미셔닝 물량을 활용해 높은 Spot 가격의 수혜를 극대화하고 있고, Phase 2도 '27년 중반까지 커미셔닝 물량 활용이 가능할 전망이다. 향후에는 1)CP2 본 프로젝트와 2)CP2 Brownfield Expansion, 3)Plaquemines Expansion Phase 1가 '27~29년 간 첫 LNG 생산이 계획돼 있다. 신규 커미셔닝 물량 계획이 순차적으로 이어지는 가운데, 향후 높은 가격 변동성 환경에서 이익 레버리지 극대화를 지속할 수 있을 전망이다.

장기 SPA 확보에도 우호적

글로벌 LNG 가격 상승은 단기 수익성뿐 아니라 중장기 계약 확보에도 우호적인 환경을 조성하고 있다. EU 가스 재고는 약 74%로 5년 평균을 약 15% 하회하고 있고, 중동 LNG 공급 차질도 지속되고 있어 장기 조달 안정성의 가치가 높아지고 있다. 수입업체 입장에서 Spot 시장에 대한 의존도를 낮추고 가격/물량을 장기간 확보하려는 유인이 커질 수 있을 것이다. 이는 CP2, Plaquemines 증설 상업화를 앞둔 동사에게도 긍정적이다. 장기 SPA 확대는 향후 판매물량의 가시성을 높이는 동시에 프로젝트의 FID/금융조달 여건 또한 뒷받침할 것이기 때문이다.

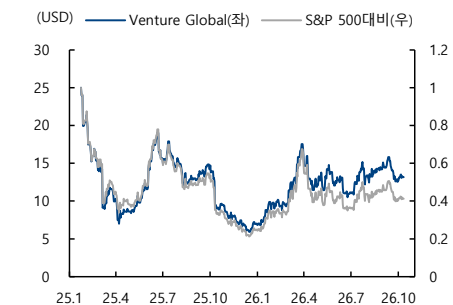
Global Company Brief

블룸버그 최고 목표가	USD 22.00
블룸버그 최저 목표가	USD 14.00
증가(2026-10-09)	USD 13.16

Stock Indicator	
거래소	NYSE
발행주식수	531.5 백만주
시가총액	32.9 십억USD
결산월	12월
52주 최고가(USD)	USD 17.62
52주 최저가(USD)	USD 5.72

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.7	7.5	1.5	39.3
상대수익률	-18.4	4.3	-11.5	16.8

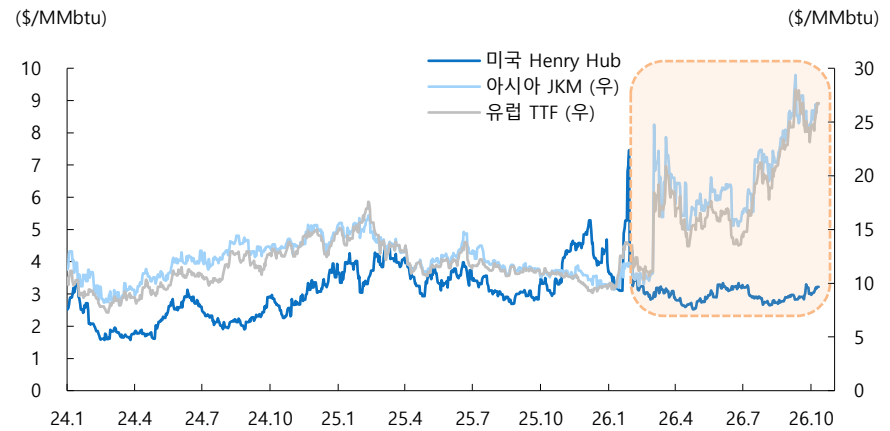
Price Trend



FY	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액(십억원)	6.4	7.9	5.0	13.8
영업이익(십억원)	3.6	4.9	1.8	5.2
순이익(십억원)	1.9	2.7	1.5	2.5
EPS(원)	4,266	5,855	0.6	0.9
BPS(원)	-	5,570	1.5	3.1
PER(배)	-	-	-	7.4
PBR(배)	-	-	-	2.2
ROE(%)	-	135.3	45.9	40.8
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	-	-	8.7

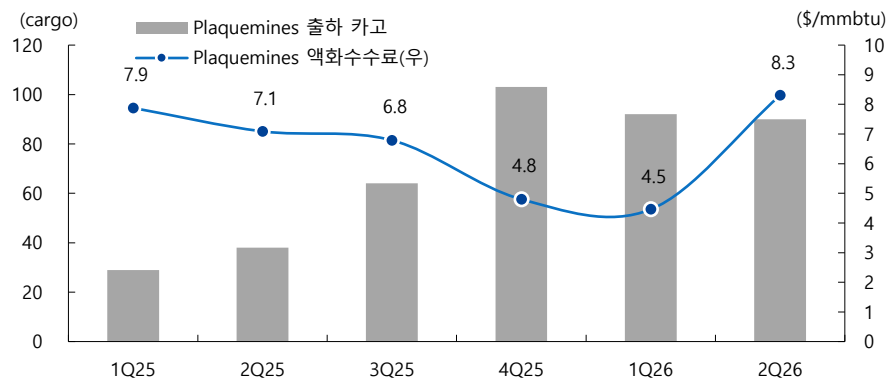
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 주요 지역별 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

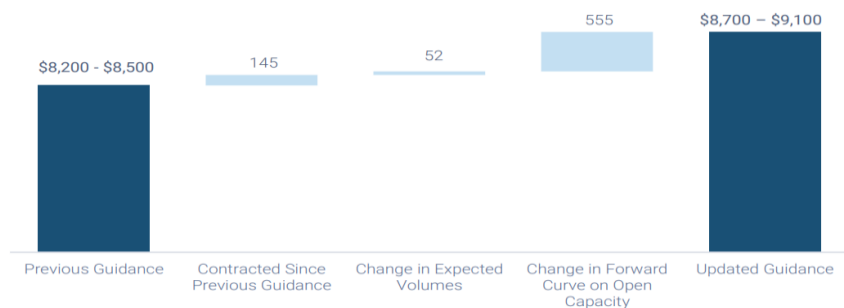
그림2. Venture Global, Plaquemines 터미널 분기별 카고 및 액화수수료 추이



자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

그림3. Venture Global, 2026 년 EBITDA 가이드스 변경 세부내용

Full Year 2026 Changes to EBITDA Guidance (\$MM)



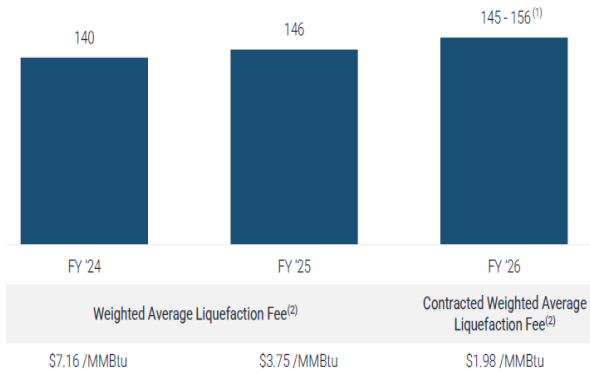
자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

그림4. 터미널별 출하 cargo 추이: 2025 년 Plaquemines 완공으로 출하량 본격 증가



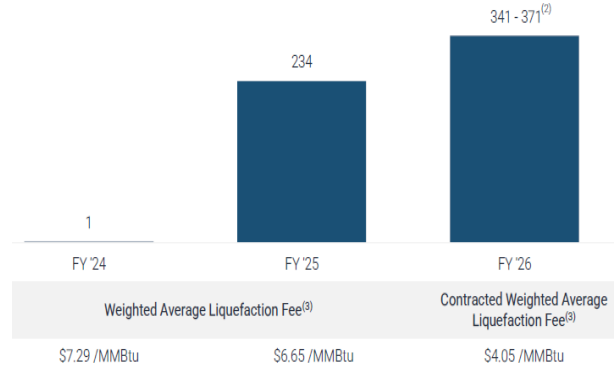
자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

그림5. 2024~2026 년 cargo 출하 전망: CP1 터미널



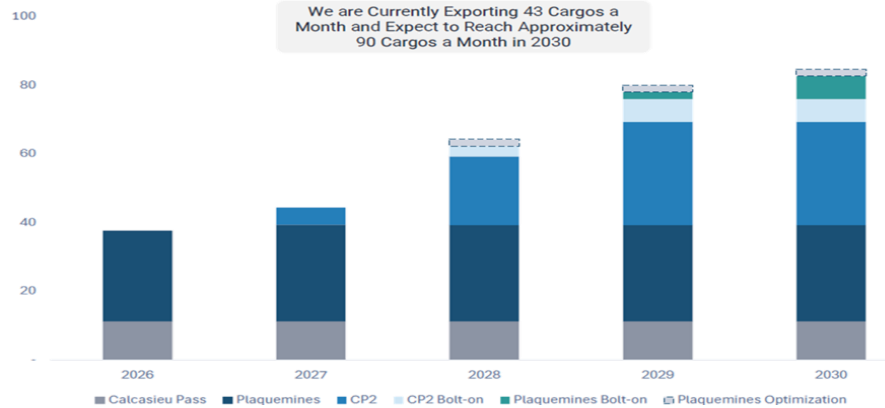
자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

그림6. 2024~2026 년 cargo 출하 전망: Plaquemines



자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

그림7. 각 터미널별 2030 년까지 LNG 목표 수출량



자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

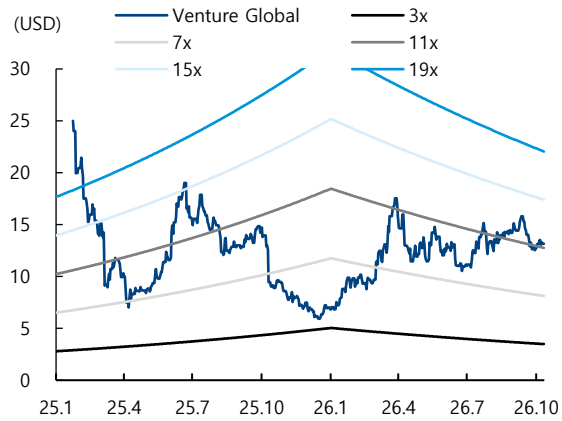
표1. Venture Global 운영 및 건설(계획) 중인 터미널

터미널	완공 및 운영시기	용량(백만톤)	프로젝트 진행 상황
Calcasieu Pass 1 (CP1)	2022년 5월	11.2	2019년 8월 FID → 2022년 1월 LNG #1 cargo 출하 → 2025년 4월 COD 시작
Plaquemines Phase 1 (T1 - 18)	2024년 12월	20.0	2022년 5월 FID → 2024년 12월 LNG #1 cargo 출하 → 2026년 4분기 COD 예정
Plaquemines Phase 2 (T19 - 36)	-	8.0	2023년 3월 FID → 2027년 중반 COD 예정
Calcasieu Pass 2 (CP2) - Phase 1	-	20.0	2025년 5월 FID → 2027년 하반기 LNG #1 cargo 출하 예정
Calcasieu Pass 2 (CP2) - Phase 2	-	9.0	2026년 3월 FID → 2027년 하반기 LNG #1 cargo 출하 예정
Venture Global 터미널 총 용량		68.2	2027년 말 모든 터미널 완공된 기준

자료: Venture Global, iM증권 리서치본부

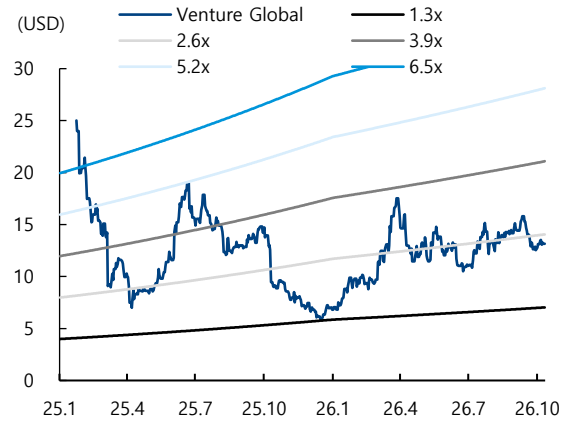
주요 투자 지표

그림8. Venture Global PER 밴드



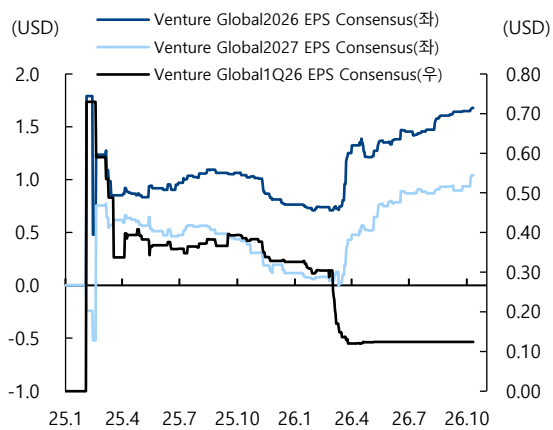
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. Venture Global PBR 밴드



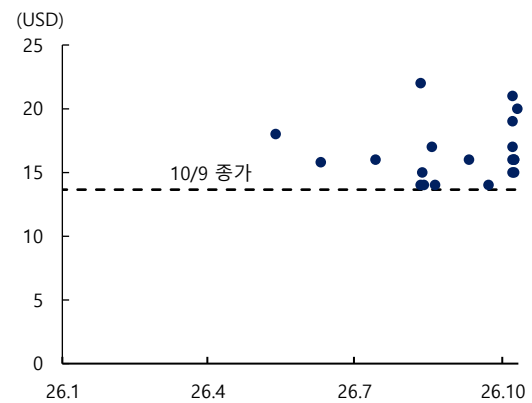
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. Venture Global EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. Venture Global 최근 목표주가 분포



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표				
(십억USD)	FY22	FY23	FY24	FY25
유동자산	1.4	6.0	4.6	4.0
현금 및 현금성자산	0.6	4.8	3.6	2.4
매출채권	0.2	0.3	0.4	0.9
비유동자산	13.7	22.5	38.9	49.4
유형자산	10.6	19.4	34.7	46.6
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	15.1	28.5	43.5	53.4
유동부채	1.7	2.3	3.5	4.3
비유동부채	11.6	22.7	32.1	37.1
부채총계	13.3	25.0	35.6	41.5
지배주주지분	1.1	2.9	4.4	8.4
자본금	0.0	0.0	1.2	1.4
이익잉여금	0.7	1.2	2.6	4.7
자본총계	1.8	3.5	7.9	12.0

현금흐름표				
(십억USD)	FY22	FY23	FY24	FY25
영업활동 현금흐름	3.7	4.6	2.1	6.6
당기순이익	1.9	2.7	1.5	2.5
유무형자산감가상각비	0.2	0.3	0.3	0.9
비현금항목	1.4	1.8	0.2	2.9
투자활동 현금흐름	-2.9	-8.7	-14.2	-13.2
유무형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0
유무형자산의 취득	-4.6	-8.1	-13.7	-13.4
기타투자활동	1.7	-0.6	-0.4	0.1
재무활동 현금흐름	0.2	7.6	10.8	5.5
부채의 증감	0.9	6.4	0.7	-9.3
자본의 증감	0.0	0.0	3.0	0.0
배당금 지급	0.0	-0.2	-0.1	-0.5
기타 재무활동	-0.7	1.4	7.2	15.3
현금및현금성자산의증감	-	4.2	-1.2	-1.3
기초현금및현금성자산	-	0.6	4.8	3.6
기말현금및현금성자산	0.6	4.8	3.6	2.4
잉여현금흐름	-0.9	-3.5	-11.6	-6.8

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억USD, %)	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액	6.4	7.9	5.0	13.8
매출원가	2.1	1.7	1.4	5.9
매출총이익	4.4	6.2	3.6	7.8
판매비와관리비	0.2	0.2	0.3	0.4
EBITDA	3.7	5.2	2.2	6.2
영업이익	3.6	4.9	1.8	5.2
영업이익률	55.1	61.4	35.5	37.4
세전계속사업이익	3.5	4.4	2.2	3.4
법인세비용	0.4	0.8	0.4	0.6
당기순이익	1.9	2.7	1.5	2.5
성장률 (YoY)				
매출액	-	22.5	-37.0	176.9
영업이익	흑전	36.4	-63.6	192.5
순이익	흑전	44.3	-42.4	64.0

주요투자지표				
	FY22	FY23	FY24	FY25
주당지표 (USD)				
EPS	4,266	5,855	0.6	0.9
BPS	-	5,570	1.5	3.1
CFPS	8,501	9,937	0.9	2.7
DPS	-	0.0	0.0	0.1
Valuation(배)				
PER	-	-	-	7.4
PBR	-	-	-	2.2
PCR	-	-	-	2.5
EV/EBITDA	-	-	-	8.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-	135.3	45.9	40.8
EBITDA이익률	58.1	65.5	43.9	45.2
부채비율	755.8	720.3	450.8	345.5
순부채비율	591.0	473.9	336.2	274.0
매출채권회전율(x)	-	4.9	1.5	5.3
재고자산회전율(x)	-	48.1	12.6	27.9

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-