

SK이노베이션 (096770)

2025.02.20

2H25 기점으로 LNG 업체로서의 재평가 기대

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

목표주가 17만원, 투자 의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 17만원과 투자 의견 매수를 유지한다. 트럼프 재집권 하에 글로벌 EV 시장 불확실성 확대와 전방수요 둔화로 SK-On 실적 부진은 25년에도 불가피할 전망이다. 그러나 출하량 증가와 AMPC 확대 등으로 절대적인 적자는 전년 대비 축소되겠고, 정유와 E&S 이익 기여도가 높아지며 보다 안정적인 이익 창출력을 보여줄 것으로 전망한다. 특히 25년 하반기를 기점으로 E&S 사업에서 긍정적인 변화가 두드러지며 LNG 업체로서 재평가가 이뤄질 것이라는 판단이다.

2H25 기점으로 LNG 업체로서의 재평가 기대

당사는 지난 2/13~17일까지 SKI E&S 호주 Darwin LNG 플랜트와 싱가포르에서 건조 중인 FPSO, 그리고 CEO 및 주요 임원들과의 미팅에 참석했다. 금번 사이트 투어에서 가장 인상적이었던 부분은 LNG 밸류체인 통합이 그저 형식적인 것이 아니라, 각 부문에서 시너지가 창출될 수 있도록 매우 유기적 형태로 이뤄져 있다는 것이었다. 가령, 25년 3분기 호주 Barossa 가스전 상업가동은 업스트림 확대 뿐만 아니라 다운스트림에서 동사 광양 발전소가 원가 경쟁력을 이어갈 수 있게 하는 요인이 된다. 반대로 파주/여주/보령 등에서 운영 중인 5GW의 발전소 역시 단순히 SMP 판매로 이익 창출하는 다운스트림 사업에 그치는 것이 아니라, 동사가 업스트림 사업을 공격적으로 확대할 수 있게 하는 지원군이기도 하다.

업스트림부터 다운스트림까지 LNG 전 밸류체인에 걸쳐 사업을 영위하는 동사의 포트폴리오 경쟁력을 정확히 정량화하기 어렵다. 그러나 국내에서 LNG 발전소만 가동하는 민자 발전업체 또는 LNG 트레이딩에서 독점적인 지위를 누리고 있는 KOGAS 등 경쟁사 대비 프리미엄 차별화는 충분히 정당화될 수 있다는 판단이다.

E&S 또 한번 레벨업을 가능케 할 호주 Barossa 가스전 및 DLNG 가동

합병 이후 아직까지 시장에서 정유/화학/배터리/유탄유 등 기존 사업에만 관심이 집중되어 있으나, 호주 Barossa 가스전 가동이 개시되는 25년 하반기 기점으로 LNG 업체로서의 동사에 대한 완전한 재평가가 이뤄질 것으로 전망한다.

25년 하반기 호주 Barossa 가스전 상업생산이 개시되면 동사는 연간 130만톤의 LNG를 신규 확보하게 된다. 그러나 이는 단순히 업스트림 확대에만 그치는 것이 아니라, SMP 하향 안정화가 불가피한 상황에서 다운스트림 사업의 안정적 이익을 유지하게 해주는 주춧돌 역할을 해줄 수 있다는 점에서 더욱 고무적이다. 또한 Barossa 가스전은 기존 BU 가스전에서 사용하던 DLNG 설비를 활용하기 때문에 투자비가 훨씬 낮다. 가령, 동일 지역에서 그린필드로 이뤄진 Ichthys LNG 대비 약 10%에 그친다. Barossa는 E&S 총 물량의 20% 달하는 만큼 향후 도입단가 하향 안정화 및 이에 따른 발전사업의 견고한 수익 창출을 기대할 수 있겠다.

중장기로는 Barossa, DLNG 터미널, 그리고 폐가스전인 BU를 활용해 CCS 사업 진출이 가능하다는 점에도 주목해야 한다. CCS 사업 본격화는 블루수소 생산 및 향후 LNG 판매에서 프리미엄 확보가 가능해지고, 외부 탄소 구매와 저장을 통해 경제적 가치가 소멸된 BU 가스전의 추가적인 이익 창출 기회가 될 수 있다.

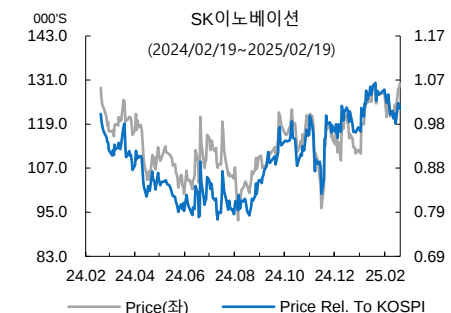
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
종가(2025.02.19)	130,000원
상승여력	30.8%

Stock Indicator	
자본금	510십억원
발행주식수	15,103만주
시가총액	19,635십억원
외국인지분율	14.2%
52주 주가	92,800~130,000원
60일평균거래량	278,903주
60일평균거래대금	33.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.9	15.7	29.7	0.9
상대수익률	-4.9	7.6	29.8	1.2

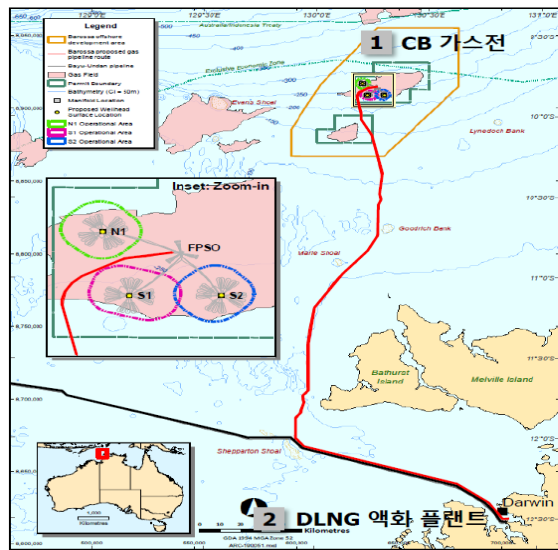
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	77,288	74,717	79,017	77,185
영업이익(십억원)	1,904	165	2,083	3,540
순이익(십억원)	256	-1,182	258	795
EPS(원)	2,624	-12,103	2,659	8,197
BPS(원)	217,879	215,553	217,273	221,587
PER(배)	53.5		48.9	15.9
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	1.2	-5.5	1.2	3.7
배당수익률(%)		1.5	1.5	3.8
EV/EBITDA(배)	7.7	16.9	9.8	6.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. SKI E&S 호주 CB 가스전 및 DLNG 플랜트 개요

**1 Caldita-Barossa (CB) 가스전**

광구명	호주 NT/L1, Barossa
위치	호주 북서 해상 (해안으로부터 약 300km)
매장량	Gas 3.6 Tcf, Condensate 49 MMbbl
LNG 생산량	350 만톤/년
참여자	SKI E&S (37.5%), Santos (50%, 운영사) JERA (12.5%)

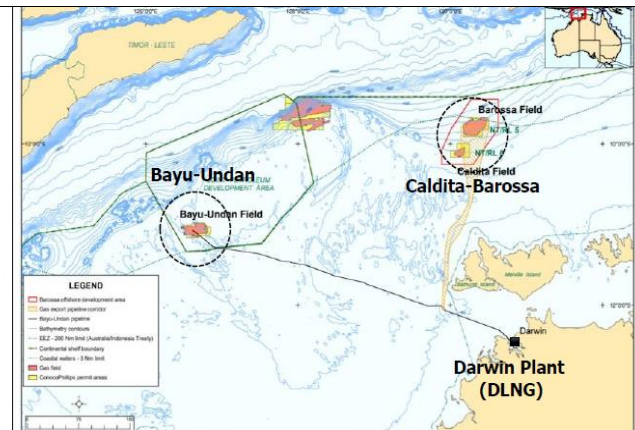
2 Darwin LNG (DLNG) 액화 플랜트

위치	호주 육상 Darwin 市 인근
생산능력	'06~'23년간 LNG 생산 (BU 가스전 이용)
설비개조	CB 가스전 액화설비 용도로 개조 진행중
액화용량	370만톤/년

자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림2. DLNG 터미널 개요(좌) 및 위치(우): BU 가스전과 CB 가스전 사이에 위치

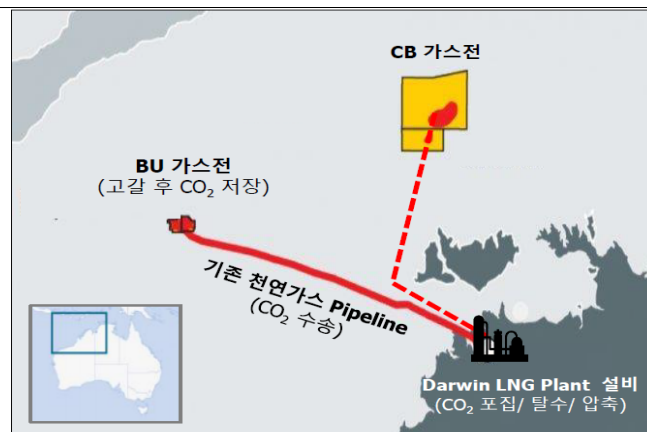
위치	• 호주 육상 다윈 시 인근
참여자	• 운영사 : Santos 43.4% • JV : SK 25.0%, INPEX 11.4%, ENI 11.0%, JERA 6.1%, Tokyo Gas 3.1%
개발현황	• '03~'05, DLNG Plant 건설 • '06~'23.11월, BU 생산 Gas 액화/LNG 판매 (약 18년간 총 835개 Cargo 판매) • '23~'25.3sQ, Barossa Gas 액화 위한 설비 개보수 작업 (Darwin Life Extension, "DLE") • '25.4Q~, Barossa 생산 Gas 액화
Capacity	• 3.7 MTPA (한국 전체 LNG 수입의 8%)



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

그림3. Bayu-Undan 가스전을 활용한 CCS 프로젝트 개요 및 위치

위치	• 동티모르 해상 및 호주 북서 육해상
참여자	• Santos (운영사, 43.4%) • SKI E&S (25.0%) • INPEX (11.4%) • ENI (11.0%) • JERA (6.1%) • Tokyo Gas (3.1%)
CO2 처리 용량	• 총 2.5억톤 규모 (연간 7~10MTPA)
CO2 Source	• CB 가스전 및 인근 가스전 (Ichthys 등) • International CO2 (한국/일본 등)
개발현황	• FEED 완료, 국경통과 CO2 이송 제도 마련중
특징	• 고갈가스전으로 CO2 저장층 이해도 및 주입/저장 안정성 高 • 기존 해상 생산설비, Gas Pipeline 사용으로 Cost 경쟁력 高



자료: SKI E&S, iM증권 리서치본부

표1. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	19,790	19,835	19,831	19,561	77,288	74,717	79,017
영업이익	625	-46	-423	160	221	468	662	733	1,904	315	2,083
영업이익률	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	1.1%	2.4%	3.3%	3.7%	2.5%	0.4%	2.6%
석유											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	11,488	11,472	11,419	10,972	47,551	49,840	45,351
영업이익	591	144	-617	342	188	221	245	238	811	461	892
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	1.6%	1.9%	2.1%	2.2%	1.7%	0.9%	2.0%
화학											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,613	2,631	2,646	2,646	10,744	10,352	10,536
영업이익	125	99	-14.4	-84	-42	-7	29	64	517	125	45
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-1.6%	-0.3%	1.1%	2.4%	4.8%	1.2%	0.4%
윤활유											
매출액	1,137	1,063	1,065	971	909	1,046	1,049	1,023	4,693	4,235	4,027
영업이익	220	152	174.4	140	137	167	174.5	145	998	687	623
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	15.0%	15.9%	16.6%	14.2%	21.3%	16.2%	15.5%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,507	1,683	1,565	1,694	12,897	6,267	6,450
영업이익	-332	-460	24	-311	-277	-110	0	77	-581	-1,079	-310
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-19.5%	-18.4%	-6.6%	0.0%	4.5%	-4.5%	-17.2%	-4.8%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,507	1,683	1,565	1,694	12,897	6,267	6,450
영업이익	-370	-572	-37	-441	-377	-252	-157	-136	-1,198	-1,420	-921
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-27.6%	-25.0%	-15.0%	-10.0%	-8.0%	-9.3%	-22.7%	-14.3%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.3	1.6	2.3	2.6	3.5	10.5	4.8	10.0
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	81.3	100.1	142.0	156.2	212.6	617.0	292.5	611.0
SKIE&S											
매출액				2,354	2,825	2,562	2,712	2,788		2,354	10,887
영업이익				123.4	203.8	175.5	177.5	170.0		123	727
영업이익률				5.2%	7.2%	6.9%	6.5%	6.1%		5.2%	6.7%
소재 및 기타											
매출액	420	425	402	422	447	441	440	437	1,404	1,670	1,765
영업이익	20	18	9	-2	12	22	36	38	160	46	107
영업이익률	4.8%	4.3%	2.3%	-0.4%	2.6%	4.9%	8.1%	8.7%	11.4%	2.8%	6.1%

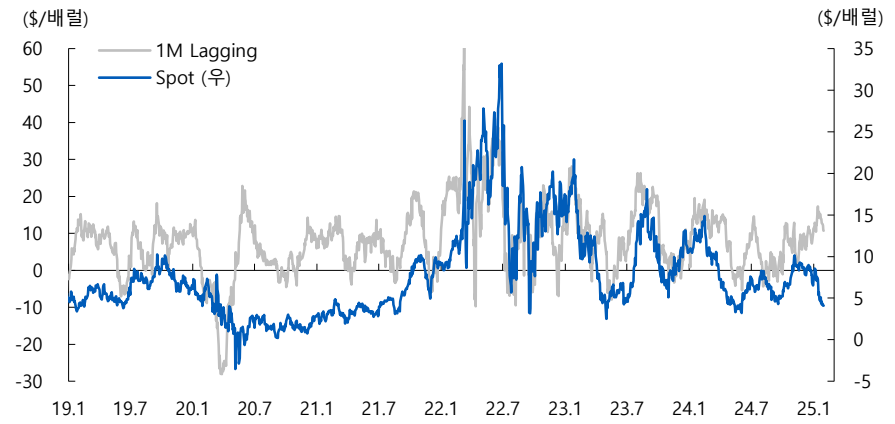
자료: iM증권 리서치본부

주1: 동사 LIBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

주2: 24년 11월 SKIE&S와의 합병 완료돼 4분기부터 실적 일부 반영. 25년 1분기부터는 연결로 온기 반영

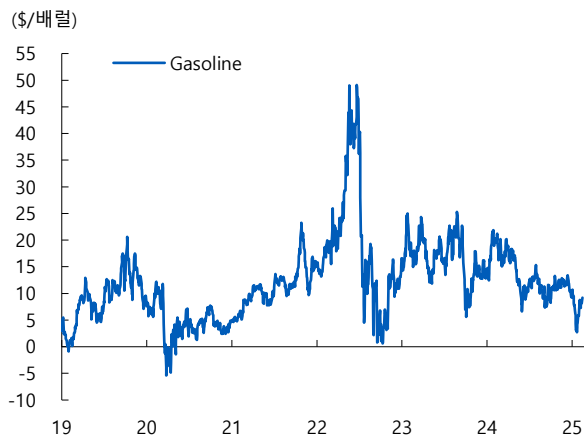
주3: 24년 11월 1일 SK-On과 합병 완료된 SKTI, SK엔텀 실적은 연결 기준으로 경유부문에 이미 포함되고 있기 때문에 SK-On 실적에는 별도 반영하지 않았음

그림4. 복합정제마진 추이



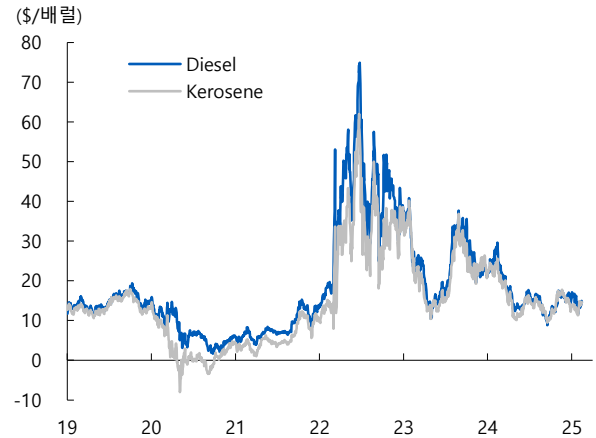
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 휘발유 스프레드 추이



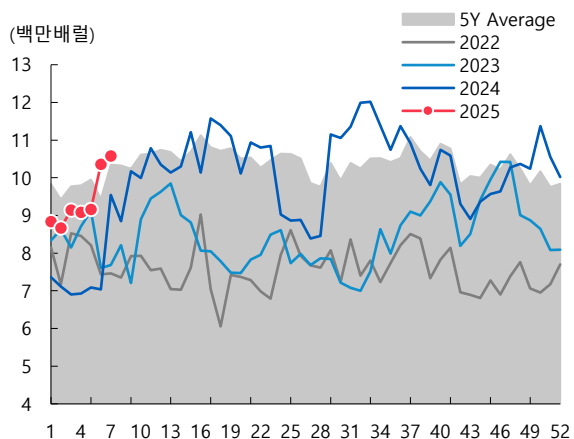
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 중간유분 스프레드 추이



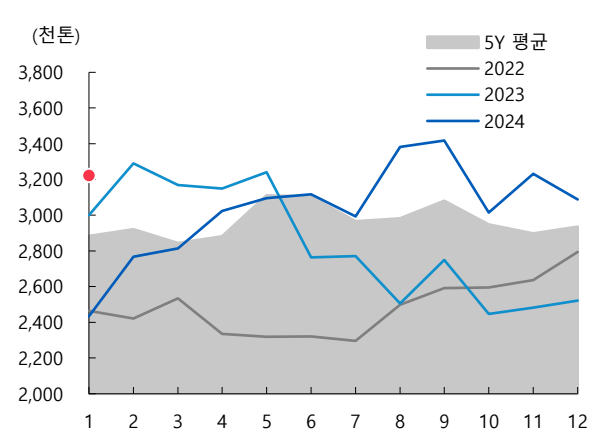
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. 아시아 중간유분 재고 추이



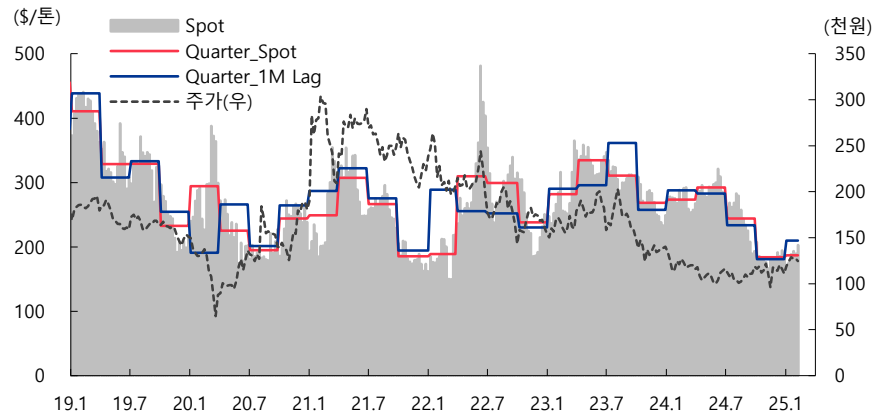
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 유럽 등/경유 재고 추이



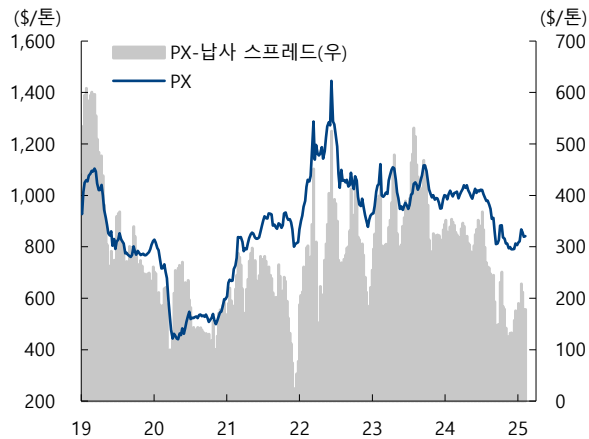
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. SK 이노베이션 화학부문 가중평균 스프레드 추이



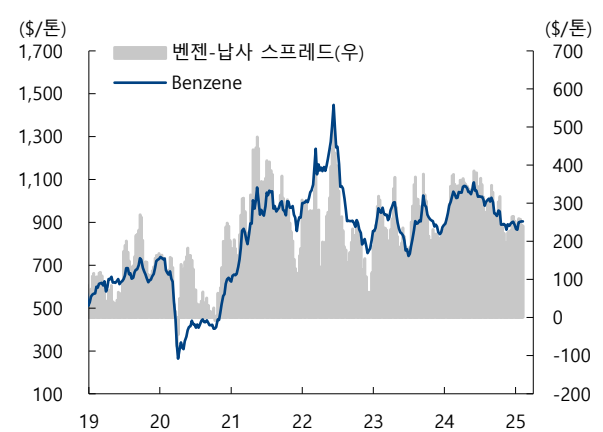
자료: iM증권 리서치본부

그림10. PX 가격 및 스프레드 추이



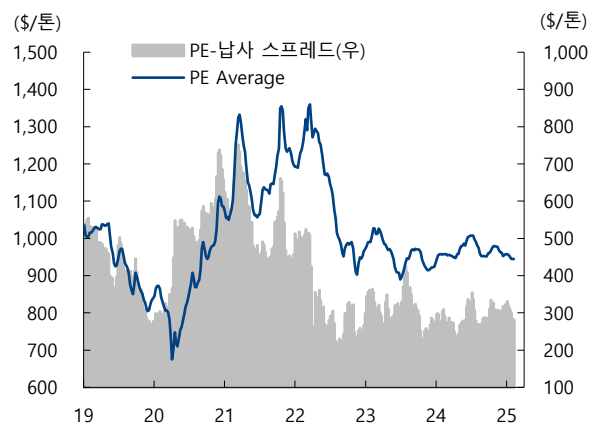
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림11. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



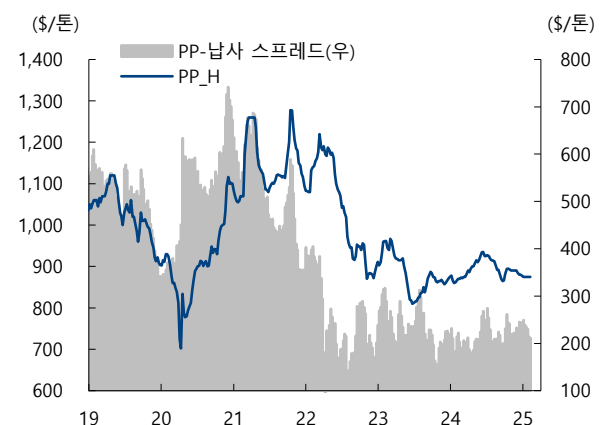
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림12. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림13. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

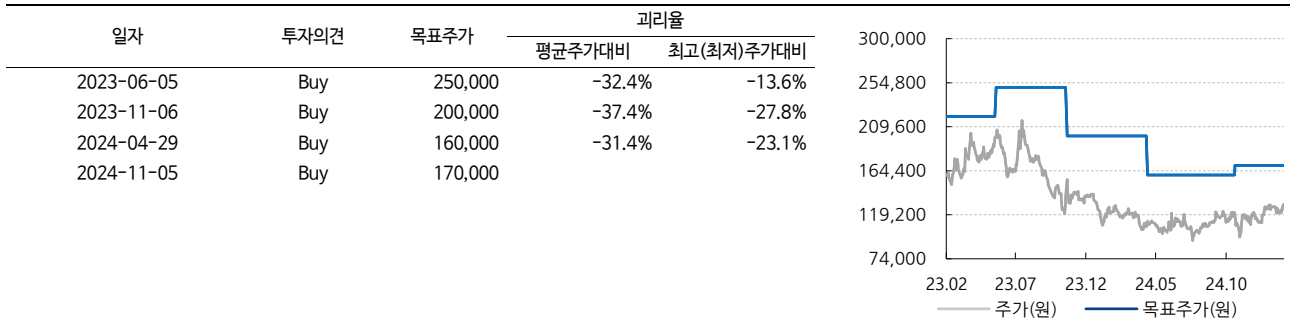
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	33,280	36,615	37,422	40,537	매출액	77,288	74,717	79,017	77,185
현금 및 현금성자산	13,074	17,838	17,621	21,155	증가율(%)	-1.0	-3.3	5.8	-2.3
단기금융자산	349	332	335	338	매출원가	72,274	70,833	73,025	69,950
매출채권	8,042	7,322	7,730	7,556	매출총이익	5,014	3,884	5,991	7,235
재고자산	11,123	10,460	11,062	10,806	판매비와관리비	3,727	3,719	3,908	3,695
비유동자산	47,556	54,313	58,684	62,261	연구개발비	417	-	-	-
유형자산	35,843	41,997	45,965	49,019	기타영업수익	617	-	-	-
무형자산	2,302	2,068	1,862	1,680	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	80,836	90,929	96,106	102,798	영업이익	1,904	165	2,083	3,540
유동부채	29,399	38,467	41,877	46,224	증가율(%)	-51.4	-91.3	1,161.9	69.9
매입채무	8,534	8,250	8,725	8,522	영업이익률(%)	2.5	0.2	2.6	4.6
단기차입금	8,185	10,185	11,185	11,685	이자수익	395	545	539	645
유동성장기부채	3,435	8,370	7,223	7,343	이자비용	1,144	1,542	1,586	1,646
비유동부채	21,416	25,116	26,416	27,416	지분법이익(손실)	133	191	109	144
사채	10,004	11,204	11,704	11,904	기타영업외손익	-170	-1,506	-172	-176
장기차입금	7,711	10,211	11,011	11,811	세전계속사업이익	932	-2,535	726	2,239
부채총계	50,816	63,584	68,293	73,641	법인세비용	377	25	168	517
자배주주지분	22,203	20,905	21,072	21,490	세전계속이익률(%)	1.2	-3.4	0.9	2.9
자본금	510	485	485	485	당기순이익	555	-2,559	558	1,721
자본잉여금	10,396	10,396	10,396	10,396	순이익률(%)	0.7	-3.4	0.7	2.2
이익잉여금	11,253	9,880	9,948	10,267	자배주주귀속 순이익	256	-1,182	258	795
기타자본항목	45	144	243	343	기타포괄이익	99	99	99	99
비자배주주지분	7,817	6,440	6,740	7,667	총포괄이익	654	-2,460	658	1,821
자본총계	30,020	27,345	27,812	29,157	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,368	1,758	4,196	6,717	주당지표 (원)				
당기순이익	555	-2,559	558	1,721	EPS	2,624	-12,103	2,659	8,197
유형자산감가상각비	1,821	2,046	2,082	2,196	BPS	217,879	215,553	217,273	221,587
무형자산상각비	209	234	206	182	CFPS	23,409	11,244	26,256	32,717
지분법관련손실(이익)	133	191	109	144	DPS	-	2,000	2,000	5,000
투자활동 현금흐름	-11,244	-8,562	-6,387	-5,647	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-11,217	-8,200	-6,050	-5,250	PER	53.5		48.9	15.9
무형자산의 처분(취득)	-218	-	-	-	PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
금융상품의 증감	-1,134	-546	-501	-561	PCR	6.0	11.6	5.0	4.0
재무활동 현금흐름	9,490	15,813	6,166	6,632	EV/EBITDA	7.7	16.9	9.8	6.9
단기금융부채의증감	610	6,935	-147	620	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,854	3,700	1,300	1,000	ROE	1.2	-5.5	1.2	3.7
자본의증감	1,137	-25	-	-	EBITDA0이익률	5.1	3.3	5.5	7.7
배당금지급	-79	-79	-79	-79	부채비율	169.3	232.5	245.6	252.6
현금및현금성자산의증감	3,595	4,763	-216	3,533	순부채비율	53.0	79.7	83.3	72.9
기초현금및현금성자산	9,479	13,074	17,838	17,621	매출채권회전율(x)	9.5	9.7	10.5	10.1
기말현금및현금성자산	13,074	17,838	17,621	21,155	재고자산회전율(x)	6.7	6.9	7.3	7.1

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 호주/싱가포르 사이트 투어(2025.02.12. ~ 2025.02.17.)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	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%