

SK이노베이션 (096770)

SK이노베이션-SK E&S 합병 관련

Flash Note

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

Check Point

SK이노베이션, SK E&S 흡수합병 공시

합병비율 1:1.19로 당초 예상보다 SK이노베이션 주주들에게 유리한 조건

다만, 금번 합병에 있어 KKR의 SK E&S RCPS 상환여부가 관건

Buy (Maintain)

목표주가	160,000원(유지)
종가(2024.07.17)	119,700원
상승여력	33.7%

SK이노베이션, SK E&S 흡수합병 공시

동사는 전일 공시를 통해 1)SK E&S 흡수합병, 2)SK-On의 SK트레이딩인터내셔널 흡수합병, 3)SK-On의 SK엔텀 흡수합병 계획 발표. 모든 안건의 합병 기일은 24년 11월 1일임. 여기서 가장 주요한 이슈는 당연히 SK이노베이션과 SK E&S 합병 건임

당사는 지난 6월 21일 보고서에서 SK이노베이션-SK E&S 합병 보도와 관련해 합병비율이 관건이긴 하나, 결과적으로 양사의 합병은 SK이노베이션 주주들에게 긍정적인 것이라는 의견을 제시한 바 있음. 이는 SK-On에 대한 SK이노베이션의 추가 자금 지원 부담 완화 및 알짜 LNG 사업 간접양수 효과 등에 기인함. SK-On은 지난 21~23년 총 20조원의 CAPEX 지출한 것에 이어 24년 7조원, 25년에도 4조원 내외의 추가 투자가 필요. 그러나 손익은 24년 약 -1조원의 영업적자, 25년 영업이익 1조원 초반에 그쳐 자체적인 투자 여력 절대적으로 부족해 외부에서 자금 확보 절실. 이런 와중에 알짜 민자 발전사인 SK E&S는 연간 약 1.2~1.5조원 내외의 영업이익 창출하는 만큼 양사 합병 이후에는 SK E&S가 SK-On의 자금처가 되어줄 수 있음. SK이노베이션 입장에서는 지금까지 해왔던 자산 매각 또는 유상증자 등을 통한 SK-On 자금 지원 필요성이 사실상 해소될 수 있다는 점에서 긍정적으로 판단

합병비율 1:1.19로 당초 예상보다 SK이노베이션 주주들에게 유리한 조건

가장 관건이었던 합병비율은 SK이노베이션 주주에게 나쁘지 않은 수준. 금번 합병비율은 양사 기업가치에 근거해 1:1.19 수준으로 산출되었는데, 이는 최근 일부 언론에서 보도된 1:2 또는 1:1.5 수준과 비교하면 SK이노베이션 가치를 훨씬 높게 평가한 것. 참고로 SK E&S 합병가액 기준으로 보면 적정 시가총액을 6.2조원으로 산출한 셈인데, 당초 당사가 예상했던 최소 8조원 대비로도 더 낮은 수준임(해당 가치는 SK E&S 24년 예상 손익에 하반기부터 피합병회사와 유사한 LNG 밸류체인을 갖게 되는 SK가스의 PER 9배 기반에 산출한 것). 결과적으로 SK이노베이션 기존 주주(특히, 소액주주) 가치 훼손을 최소화하기 위해서 SK E&S보다 SK이노베이션 기업가치를 높게 반영한 것으로 보여짐

다만, 금번 합병에 있어 KKR의 SK E&S RCPS 상환여부가 관건

다만, 이 과정에서 우려되는 부분은 SK E&S의 RCPS를 보유하고 있는 KKR의 반발임. SK E&S는 지난 21년 11월, 23년 1월에 걸쳐 RCPS 총 5,344,293주 발행해 3조 1,350억원의 자금 조달. 각 발행조건 하에서 KKR의 전환가액은 294,000원이나, 금번 합병에서 산출된 피합병회사의 기업가치(합병가액)은 133,947원으로 전환가액을 큰 폭 하회. 따라서 KKR이 전환권을 행사하지 않고 상환 청구할 가능성을 배제할 수 없는데, 합병 기일 전 상환권 행사할 경우 연내 SK E&S는 약 3.9조원 내외의 상환의무가 발생해 일시적 대규모 자금 유출을 피할 수 없음. 금번 합병 및 합병비율은 RCPS 소멸을 전제로 하고 있는 만큼 합병기일 전 KKR의 전환권 또는 상환권 행사가 이뤄져야 함. 금번 합병과 관련해 KKR 움직임에 주목할 필요가 있음

한편, 합병 완료된 후 발행주식 수 변경 및 SK E&S 가치를 간략하게 반영해 SOTP 밸류에이션 방식으로 산출한 동사의 적정가치는 대략 27.3조원으로 추정됨. 사업부문별로 정유 14.2조원, 화학 5.2조원, 윤활유 5.7조원, SK-On 0.75조원, SK E&S 16.9조원 등으로 각각 산정했고 순차입금은 26.7조원 수준으로 추정. 다만, 이 부분은 합병이 확정된 이후 동사 목표주가 산정에 재차 반영할 예정임. 현재는 E&S 합병가치를 제외한 기존의 밸류에이션 하에서 산출한 목표주가 16만원과 매수의견 유지

표1. SK이노베이션-SKE&S 합병 이후 SK(주) 보유 지분율 변경

주요 내용	SK이노베이션	SKE&S
보통주 기준 현재 발행주식 수	95,735,590	46,401,990
합병가액(원)	112,396	133,947
합병비율	1	1.1917417
신주 발행주식 수	55,299,186	
합병법인 총 발행주식 수	151,034,776	
합병 전 SK(주) 보유 주식 수	34,679,907	41,761,791
합병 전 SK(주) 지분율	36.22%	90.00%
합병법인에 대한 SK(주) 신규 취득 주식 수	49,769,267	
합병 후 SK(주) 보유 주식 수	84,449,174	
합병 후 SK(주) 지분율	55.91%	

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: 현재 보통주 발행주식 수는 24년 3월 31일 기준. SK이노베이션은 자사주 소각분을 반영한 것임

표2. SKE&S 상환전환우선주식 발행 내역

상환전환우선주식 발행 내역	발행일자	발행가액	발행주식수	전환가액	IRR	상환할 경우 IRR	조달금액 (십억원)	예상 상환금액 (십억원)
무의결권부상환전환우선주식	2021.11.6	586,182	4,094,293	293,090	3.99%	7.50%	2,400	2,982
제1종무의결권부상환전환우선주식	2023.01.11	588,000	625,000	294,000	3.99%	9.50%	368	441
제2종무의결권부상환전환우선주식	2023.01.11	588,000	625,000	294,000	3.99%	9.50%	368	441
합계			5,344,293				3,135.0	3,862.8

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: 해당 RCPS는 전량 KKR 대상으로 발행된 것

주: 예상 상환금액은 24년 말을 상환일로 가정해 각각 7.5%, 9.5% 이자율을 적용하여 단순 계산한 값임

표3. SKE&S 합병 효과를 반영한 SK이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation (참고용)

(단위: 십억원)	2024년 기준 EBITDA	적용 EV/EBITDA (x)	EV	참고내용
사업가치 합계			48,406	(A) = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)
정유	2,252	6.3	14,188	(a) 글로벌 정유업체 2024년 기준 EV/EBITDA 평균
화학	853	6.1	5,203	(b) 롯데케미칼, 대한유화 2024년 기준 EV/EBITDA 평균
유탄유	901	6.3	5,676	(c) 글로벌 정유업체 2024년 기준 EV/EBITDA 평균
배터리(SK-ON)	580	5.0	755	(d) 글로벌 배터리 업체 2024년 기준 EV/EBITDA 대비 30% 할인
소재(SKIET)	393	7.3	1,318	(e) SKIET 지분가치(70% 할인) 및 EV/EBITDA 통한 Peer 밸류에이션 평균
E&P			4,356	(f) 22년 말 동사 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$10 적용
SKE&S	1,900	8.9	16,910	(g) 23년 말 EBITDA 기준 SK가스 EV/EBITDA 적용
투자자산가치		8,182	5,727	(B): 2024년 SK이노베이션 + SKE&S 합산 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			26,736	(C): 2024년 SK이노베이션 + SKE&S 합산 예상치 기준
우선주 시가총액			108.6	(D): 2024년 4월 29일 증가 기준
보통주 적정 시가총액			27,289	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주식 수			151,034,776	(F): 합병 이후 신규 합병법인 주식 수
적정주가 (원)			180,680	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			181,000	다만, 현 시점에서는 목표주가 변경하지 않고 합병 완료 이후 재산정할 예정
현재주가 (원)			119,700	2024년 7월 17일 증가 기준
상승여력(%)			51.2%	

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: SK E&S 23년 기준 EBITDA, 차입금, 투자자산 등을 기준으로 간략하게 산출한 수치로, 참고용임

표4. SK 이노베이션-SK E&S 합병가액 관련 사항

주요 내용	SK이노베이션	SK E&S
기준시가(주1)	112,396	해당사항 없음
- 할인 또는 할증률	-	-
본질가치(주2)	해당사항 없음	133,947
- 자산가치	245,405	82,475
- 수익가치	해당사항 없음	168,262
합병가액(주1)	112,396	133,947
합병비율(주3)	1	1.1917417
상대가치	해당사항 없음	해당사항 없음

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: SK이노베이션의 주당 합병가액은 기준시가로 평가

주: 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5의 비율로 가중산술평균하여 산정

주: 피합병법인 주식 1주에 대하여 합병법인 1.1917417주 교부

그림1. SK 이노베이션-SK E&S 합병 전후 재무구조



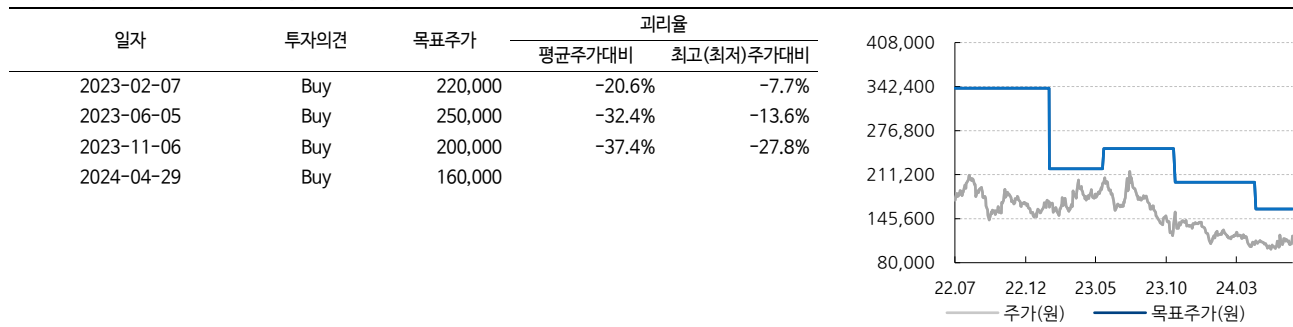
자료: SK이노베이션, 하이투자증권 리서치본부

표5. SK 이노베이션-SK E&S 합병 관련 주요 일정

구분		에스케이이노베이션(주)	에스케이이엔에스(주)
합병결정 이사회결의일		2024-07-17	2024-07-17
합병계약일		2024-07-17	2024-07-17
주주확정 기준일 공고·통지		2024-07-17	-
주주확정 기준일		2024-08-01	2024-08-01
합병 반대이사 통지 접수 기간	시작일	2024-08-12	2024-08-12
	종료일	2024-08-26	2024-08-26
합병승인 주주총회일		2024-08-27	2024-08-27
주식매수청구권 행사기간	시작일	2024-08-27	2024-08-27
	종료일	2024-09-19	2024-09-19
채권자 이의 제출 공고·통지		2024-08-27	2024-08-27
채권자 이의제출기간	시작일	2024-08-27	2024-08-27
	종료일	2024-09-27	2024-09-27
합병기일		2024-11-01	2024-11-01
합병종료보고 주주총회		2024-11-01	-
합병 등기 예정일(해산 등기 예정일)		2024-11-04	2024-11-04

자료: 하이투자증권 리서치본부

SK이노베이션 투자이전 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.
- 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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목추천투자이전은 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 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%