



SK이노베이션 (096770)

SK이노베이션 - SK E&S 합병 주요 내용

Buy(유지)

목표주가: 140,000원, 현재 추가(7/18): 115,900원
Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 3772-7691

SK이노베이션은 SK E&S와 합병을 발표했으며, 주식 기준 합병 비율은 1: 1.1917417이다. 이에 SK이노베이션은 신주 55,299,186주(+58%)를 추가 발행할 예정이다. 또한 SK온은 SK엔텀 및 SK트레이딩인터내셔널과의 합병도 추진되었다

SK이노베이션 - SK E&S 합병

- 7/17일 SK이노베이션(합병존속회사)은 SK E&S(합병소멸회사)와 흡수합병을 발표, 합병 비율은 1:1.1917417로 SK이노베이션은 합병 후 신주 55,299,186주(+58%)를 발행해 (주SK에 교부 예정이며, 합병기일은 11/1일
- 합병 비율의 결정은 SK이노베이션: 보통주 기준시가, SK E&S: 자산가치와 수익가치 가중산술평균(표 1 참고)을 기준으로 삼았으며, 이를 근거로 산출된 SK이노베이션과 SK E&S의 시가총액은 각각 10.8조원, 6.2조원
- 합병 기대효과로 세 가지를 제시. 1) LNG 및 신재생에너지로의 Portfolio 강화, 2) 안정적인 재무/손익 구축, 3) 유관 사업 자산 및 역량 통합으로 경쟁력 강화
- (주SK는 SK이노베이션 신주 배정으로 인해 지분율이 36.2% → 55.9%로 증가하며 지배력 강화

SK온 - SK트레이딩인터내셔널 - SK엔텀 합병

- SK온은 SK이노베이션 100% 자회사였던 SK트레이딩인터내셔널, SK엔텀과 합병. 합병기일은 2024.11.1, 2025.2.1
- SK트레이딩인터내셔널 합병으로 배터리 사업의 원소재 조달 능력 강화 시너지가 기대되며, SK트레이딩인터내셔널과 SK엔텀 모두 안정적인 수익 창출 능력을 바탕으로 합병 후 SK온의 재무 부담 축소 가능

운영 효율화와 시너지 창출(+), 주당 가치 희석(-)로 주가 영향 제한적

- 2030년 이전 석유 수요 peak 도달 전망이 나오고 있는 상황에서 에너지전환의 교량 역할을 해줄 수 있는 LNG가 포트폴리오로 편입되었다는 점과 유가에 민감한 기존 사업에 안정성을 부여할 수 있다는 점이 긍정적. 또, 유관 사업으로 운영 효율화와 시너지 창출(EBITDA 기준 약 2조원) 기대
- SK온은 합병을 통해 수익 창출능력 확보할 것으로 전망돼 모회사의 출자 리스크 축소 및 2026년 상장 가시성 상승
- 합병 자체는 재무 부담이 컸던 SK온뿐만 아니라, SK이노베이션 또한 안정성을 확보해 긍정적으로 평가할 수 있음. 다만, 합병 후 희석 비율(58%)에 따라 SK이노베이션의 BPS는 236,153원 → 198,605원으로 감소(1Q24 기준). 또한 SK E&S는 RCPS의 기초자산으로 부산도시가스 등 7개 도시가스사업을 설정했으므로, 주당 가치 희석은 더욱 커질 수 있음. 따라서, 향후 주가 방향성은 합병보단 SK온 수익성 제고에 달려 있을 것. 주가 하방은 주식매수청구권 가격으로 설정된 111,943원 예상

[그림1] SK 이노베이션, SK E&S 기존 지배구조



[그래픽] 권술 기자

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표1] SK 이노베이션-SK E&S 합병 전후 비교

	SK 이노베이션	SK E&S	(합병)SK 이노베이션	합병 효과
총자산(1Q24 기준)	86,384	11,261	97,645	13%
총부채(1Q24 기준)	55,062	5,091	60,153	9%
매출액(2023 년 기준)	77,289	11,167	88,456	14%
영업이익(2023 년 기준)	1,287	1,332	2,619	103%

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 이노베이션, SK E&S 합병가액 산정

	SK 이노베이션	SK E&S	(합병)SK 이노베이션
기준시가	112,396		
자산가치	245,045	82,475	
수익가치		168,262	
합병가액	112,396	133,947	
합병비율	1	1.191741699	
보통주	95,214,425	46,401,990	
우선주	1,248,130		
기업가치	10,760,297,373,640	6,215,407,354,530	16,975,704,728,170

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SK 이노베이션 - SK E&S 합병효과: 1) 포트폴리오 경쟁력 강화



자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] SK 이노베이션 - SK E&S 합병효과: 2) 수익성 강화



자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] SK 이노베이션 - SK E&S 합병효과: 3) 시너지 창출



자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[표3] SK 온 - SK 트레이딩인터내셔널 - SK 엔텀 합병 내용

	SK 온 - SK 트레이딩인터내셔널	SK 온 - SK 엔텀
합병비율	1:16.87	1:2.65
SK 이노베이션 기존 지분율	89.5% / 100%	89.5% / 100%
합병신주	66175728	18755813
합병기일	2024년 11월 01일	2025년 02월 01일

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

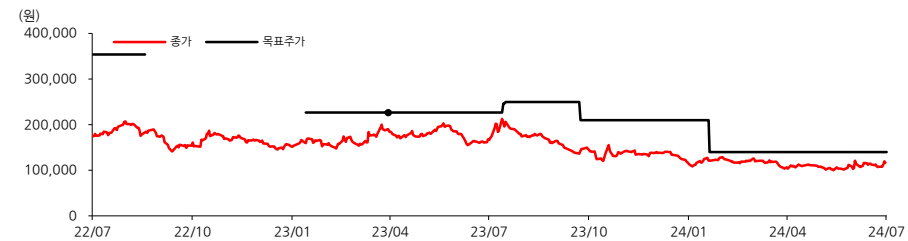
(공표일: 2024년 07월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK이노베이션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.08.16	2023.01.31	2023.01.31	2023.02.08	2023.04.07
투자의견	투자등급변경	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격		360,000	윤용식	230,000	230,000	230,000
일 시	2023.05.08	2023.05.24	2023.05.31	2023.06.09	2023.06.27	2023.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	250,000
일 시	2023.10.11	2023.11.06	2023.11.27	2023.12.04	2024.01.17	2024.02.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	140,000
일 시	2024.04.30	2024.07.19				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	140,000	140,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.01.31	Buy	226,309	-23.38	-6.09
2023.08.01	Buy	245,988	-29.94	-16.05
2023.10.11	Buy	210,000	-36.66	-25.95
2024.02.07	Buy	140,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%