



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(합병준속회사)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(2023년 기준)	77,289	11,167	88,456	14%
영업이익(2023년 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 기준 지분율	89.5% / 100%	89.5% / 100%
합병신주	66175728	18755813
합병기일	2024년 11월 01일	2025년 02월 01일

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

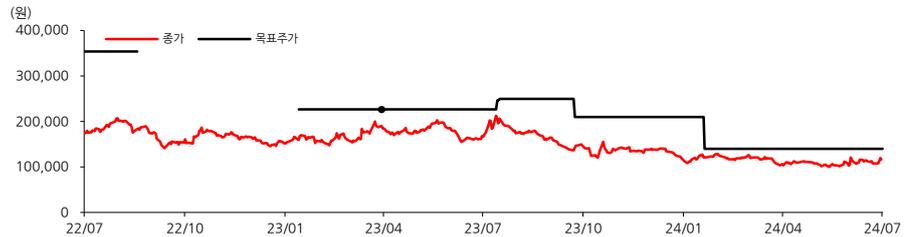
(공표일: 2024년 07월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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 책임소지에 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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2024년 6월 30일)

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