

SK이노베이션

응급처치 완료. 배터리 재활 훈련 시작

- 재무구조 개선으로 나아지는 펀더멘탈. 현금흐름 개선 + 합병비율(1:1.19) 역시 유리
- SK E&S의 RCPS 우려 해소 가능성 높아져. 합병 전까지 발행주식에서 소멸 계획
- SK온도 SK TI와 엔텀을 흡수합병하며, 자체적인 현금흐름도 개선될 전망

SK E&S 흡수합병은 SK이노베이션에 매우 긍정적

결론: 재무구조 개선으로 나아질 펀더멘탈

이번 흡수합병은 SK이노베이션의 센터먼트에 긍정적인 것으로 판단한다. 이유는 1) 합병비율이 1:1.19로 동사에 유리하고, 2) E&S의 EBITDA 약 2조원이 현금 흐름을 개선시켜줄 것이며, 3) E&S의 RCPS 3조원에 대한 우려 해소 가능성이 높아졌기 때문이다. 이번 합병의 유효성을 판단할 때 가장 중요한 기준인 합병비율이 시장에서 예상했던 1:2보다 SK이노베이션에 더욱 유리한 방향이다.

향후 SK온을 포함한 동사의 실적이 나아지기까지 버틸 수 있는 기초체력이 생겼으며, 신주발행으로 인한 주주가치 희석보다도 E&S가 가져올 기업가치가 더 높다고 판단한다. SK E&S의 연간 EBITDA 2조원은 동사에 재무구조 개선에 큰 도움이 될 전망이다. 그리고 E&S의 기업가치는 대략 6~7조원 수준으로 판단하는데, 이는 신주발행으로 인한 주주가치 희석율인 35%를 충분히 상쇄할 것이다($EBITDA 2조원 * EV/EBITDA 6배 = 12조원 - 순부채 3조원 - RCPS 3조원 = 기업가치 약 6조원 \approx 주주가치 희석분$).

SK이노베이션:SK E&S = 1:1.19

SK이노베이션은 7/17 이사회에서 SK E&S(도시가스, 전력발전, 신재생에너지 사업 영위)를 흡수합병하기로 결정했으며, 합병비율은 1:1.19로 결정되었다. 기존 SK E&S의 지분 90% 보유한 SK 지주회사는 이번 흡수합병 건에서는 SK온을 지원하는데 포커스를 맞춘 것으로 보이며, 이로 인해 SK 지주회사가 보유한 SK이노베이션 지분은 36%에서 약 56% 수준으로 늘어날 전망이다. 또한 SK온은 동사의 자회사인 SK TI와 SK 엔텀을 흡수합병해, 자체적인 현금흐름도 개선시킬 예정이다.

합병 동의를 위한 주주총회는 8월 27일 열릴 예정이며, 합병 기일은 11월 1일, 합병신주 상장 예정일은 11월 20일이다. 합병을 위한 필요 의결권 수는 참석주주 의결권의 2/3, 발행주식 총수의 1/3이다.

이번 합병의 2가지 체크포인트

1) SK E&S의 RCPS(상환전환우선주) 우려 해소 가능성 높아져

이번 합병에서 E&S는 KKR이 보유한 RCPS 534만주(약 3.1조원)에 대해 합병 완료 전까지 발행주식에서 소멸시킬 계획이다. 이번 흡수합병 가능성이 제기되면서 가장 우려했던 부분 중에 하나가 바로 3조원이 넘는 RCPS였다. 동사의 현금흐름 개선을 위해 E&S를 합병하지만, 26년부터 시작되는 RCPS 상환으로 인해 현금흐름이 막히면 합병의 의미가 퇴색되기 때문이다. 하지만 이번 공시를 통해 합병 전까지 해당 부분을 해결할 것으로 밝혔고, 합병비율 또한 이를 감안해 산정했기 때문에 RCPS 이슈는 해결될 가능성이 높다.

2) SK온의 SK TI와 SK 엔텀의 흡수합병

SK이노베이션이 E&S를 흡수합병해 현금흐름을 개선하듯, SK온 역시 SK트레이딩인터네셔널(이하 SK TI)과 SK엔텀을 흡수합병해 자체 현금흐름을 개선할 전망이다. SK TI와 엔텀은 이전에도 SK이노베이션의 자회사였기 때문에 큰 틀에서 동사의 기업가치에는 변화가 없으나, SK온에는 약 6~7천억원 수준의 현금 흐름이 추가되는 효과가 있다. SK TI와 엔텀은 23년 기준으로 각각 5,700억원과 500억원 수준의 영업이익을 기록했다.

표 1. SK이노베이션:SK E&S 합병비율 계산

계산 항목 1	SK이노베이션	계산 항목 2	SK E&S
1개월 가중산술평균증가	114,438	자산가치(A)	82,475
1주일 가중산술평균증가	109,451	수익가치(B)	168,262
최근일 증가	113,300	본질가치[(A+B*1.5)/2.5]	133,947
산술평균증가	112,396	합병가액	133,947
합병비율	1	:	1.191741699

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 주주가치 희석을 계산

	SK이노베이션	SK E&S	비고
보통주 주식수	100,655,564	46,401,990	
합병신주	55,299,186	-46,401,990	합병신주 = E&S 주식수 * 1.19
최종 주식 수	155,954,750	0	
주주가치 희석율	-35%		희석율 = 기존 주식수/최종 주식수 - 1

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

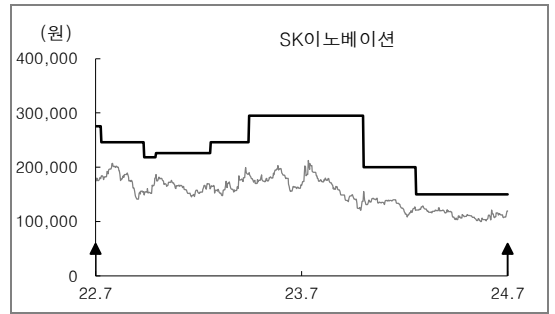
표 3. SK E&S RCPS 발행 시점 및 규모

발행시기	RCPS 주수	발행금액	상환 시작시점	전환 청구 시작시점
2021-11-05	4,094,293	24,000	2026-11-05	2027-05-05
2023-01-10	625,000	3,675	2028-01-10	2028-07-10
2023-10-31	625,000	3,675	2028-10-31	2029-05-01
총합	5,344,293	31,350		

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK이노베이션 (096770)				
2024.02.07	매수	150,000	-	-
2023.11.06	매수	200,000	-34.23	-27.75
2023.04.17	매수	295,186	-42.14	-28.00
2023.02.08	매수	245,988	-32.30	-18.80
2022.11.03	매수	226,309	-27.65	-19.57
2022.10.13	매수	218,437	-26.48	-17.34
2022.07.29	매수	245,988	-27.15	-15.80
2022.04.29	매수	275,506	-28.57	-12.86



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK이노베이션 을(株) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.