



SK 이노베이션 (096770)

주가 (8월 26일)
시가총액

111,200원
18,798.6십억원

[Analyst] 이진명 수석연구원

김명주 연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com ✉ kimmj@shinhan.com

SKIET 흡수합병, 단순화를 넘어 정상화로

SKIET 합병 주요 내용

- 8월 25일 이사회를 통해 SKIET 흡수합병 결정. SK이노베이션은 존속하고 SKIET는 소멸 예정
- 합병비율은 1:0.1174540, 합병가액은 SK이노베이션 125,862원, SKIET 14,783원으로 기준시가 방식 적용
- SKIET 외부주주에게 SK이노베이션 보통주 448만주 신규 발행하며 기존 발행주식수 대비 약 2.6% 수준
- SK이노베이션 보유지분 53.35%에는 신주를 배정하지 않으며 외부주주 교부 신주 가치는 약 5,640억원
- 합병기일은 2027년 1월 1일, 신주 상장은 1월 18일이며 합병 후 SK(주) 지분율은 52.09%→50.74%
- 제3자 매각, 자금대여, 지분출자 등을 검토했으나 재무리스크 완화와 운영 효율성 측면에서 합병을 최적 대안으로 판단
- 합병비율은 외부전문가(회계법인 등)가 DCF(현금흐름할인법)로 산출한 적정 범위 내 위치해 거래조건 공정 성도 확보

애널리스트 코멘트

- 합병의 핵심은 이미 연결된 SKIET의 재무부담 확대를 막고 분리막 사업 정상화를 앞당기는 데 있다는 판단
- SKIET는 수요 둔화와 중국 업체와의 경쟁 심화, 낮은 가동률(1Q26 약 20%)로 적자가 지속되며 자체 자금 조달 여력도 축소. 회사는 독립법인 유지 시 채무불이행 가능성까지 제시
- 합병 후 연결 총부채 증가는 없는 반면 금융비용 및 중복 관리비 절감 등으로 연간 약 600억원 EBITDA 개선, ESS용 분리막 확대 등을 통해 2~3년 내 EBITDA 흑자전환 목표
- 단기적으로 2.6% 신주 희석과 SKIET 적자의 지배주주 귀속 확대, PRS 및 주식매수청구권 관련 현금 유출 가능성은 부담
- 다만 1.2조원을 현금 투입해 재인수하는 구조는 아니며, 재무부담 확대 차단과 향후 분리막 실적 개선 효과를 온전히 반영할 수 있다는 점에 주목
- 합병 발표 이후 주가는 금일 11% 하락. 물적분할 후 재합병에 따른 거버넌스 우려는 불가피하나 제한적인 재무 영향과 비용절감 효과를 감안하면 조정폭은 과도하다는 판단

합병 추진 배경

① 사업환경 및 경영환경 악화

- » 글로벌 전기차 시장 성장 둔화 및 '25년 전기차 보조금 정책 변화에서 기인한 북미 수요 회복 지연
- » 중국 경쟁사의 생산능력 확대에 따른 공급과잉 및 산업 전반의 수익성 악화

② 단기간 내 수익성 및 현금창출력 개선 한계

- » 분리막 수요 감소 및 경쟁 심화로 매출 확대 여력 제한적
- » 중국 경쟁사 대비 단기간 내 구조적 원가 열위 극복 및 제품 포트폴리오 다변화 가능성 제한적
- » 자체 비용절감 노력에도 단기 내 Turnaround 제한적

③ 자체 자금조달 여력 제한적

- » 보유 현금 활용한 차입금 상환 난이도 증가
- » 영업손실 누적에 따라 자금조달 필요 규모 증가
- » 자체 차입 여력 축소 추세

④ 독립법인 유지 리스크 확대

- » 독립법인 유지 시 채무불이행 발생 가능성
- » 채무불이행 발생 시, SK이노베이션 계열의 사업 및 재무 리스크 확대 우려
- » SK이노베이션 계열로의 리스크 확대 및 기업가치 하락 방지를 위한 선제적 구조재편 추진

자료: 회사 자료, 신한투자증권

합병 거래 개요

구분	내용	비고
합병존속회사	SK이노베이션(주)	-
합병소멸회사	SK아이이테크놀로지(주)	-
합병 비율	SK이노베이션(주) 보통주 : SK아이이테크놀로지(주) 보통주 = 1 : 0.1174540	• 유가증권시장 상장사간 합병에 따라, 08월 24일을 기산일로 산정 - 주당 합병가액: SK이노베이션(주) 125,862원, SK아이이테크놀로지(주) 14,783원 • 산정방식 (자본시장법 시행령 제176조의5 ⑤항1호) - 최근 12개월간 / 1주일간 가중산술평균종가 및 최근일 종가의 산술평균
합병신주	4,481,300주	• 향후 주식매수청구권 행사에 따라 취득하는 자기주식에는 합병신주 미교부



주1) 합병 존속회사인 SK이노베이션의 경우 소규모합병에 해당하므로 '주주확정기준일'은 소규모 합병에 대한 반대이사표시를 위한 주주확정기준일

주2) 합병 존속회사인 SK이노베이션의 경우 소규모합병에 해당하므로 주식매수청구권이 인정되지 않으며, 주주총회 승인인 이사의 승인으로 결정

자료: 회사 자료, 신한투자증권

합병 기대 효과

재무안정성 제고 및 자금조달 여력 확보

- » SK이노베이션의 재무건전성 및 신용도를 기반으로 안정적인 자금조달 가능
- » 연결기준 총 부채는 증가하지 않는 반면, 금융비용 절감이 가능하여 SK이노베이션 재무안정성 제고

사업 경쟁력 제고

- » 안정적 재무기반 분리막 생산 및 공급 체계 안정적 운영 가능
- » 연구 개발 역량 결합하여 제품 개발 효율성 증대 및 ESS용 분리막 제품 판매 확대 기대

사업구조 효율화 기반 비용 경쟁력 제고

- » 중복적으로 수행되던 관리 기능 통합으로 비용 절감 기대
- » 고정비와 운영비 절감, 연구개발 및 운영자원을 핵심 사업에 집중 통해 사업 효율성 향상

사업 Risk 완화

- » 안정적 분리막 생산 및 공급체계 운영 기반 분쟁 및 대체조달 비용 증가 등 사업 Risk 완화
- » 사업 수익성 및 현금창출력 개선 등 재무적 효과를 바탕으로 사업 Risk 완화 기대

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명, 김명주)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 SK이노베이션을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.