

SK이노베이션 (096770)

SKIET 합병: 좋은 업황에 끼얹은 찬물

Flash Note

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

Check Point

SK이노베이션, SKIET 흡수합병 공시

SKIET 열악한 환경은 분명하나, 그럼에도 결코 달가울 수 없는 흡수합병 결정

좋은 업황에 갑자기 찬물을 끼얹은 행보: 결국 ON + IET 늪에서 못 벗어나는 것인가

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	190,000원(유지)
종가(2026.08.26)	111,200원
상승여력	70.9 %

SK이노베이션, SKIET 흡수합병 공시

동사는 전일 공시 통해 자회사 SKIET 흡수합병 계획 발표. 금번 합병에 반대하는 SKIET 주주들은 주식매수청구권을 행사하고 그 외 주주들은 합병비용에 따라 1주당 SK이노베이션 주식 0.117454주를 교부받아 SKIET는 소멸하게 되는 구조. 참고로 SK이노베이션 입장에서는 소규모 합병에 해당되기 때문에 별도의 주매청 행사권 없음. 양사 합병 기일은 2027년 1월 1일로 예정되어 있음

금번 합병으로 발행되는 신주는 4,481,300주로 SK이노베이션은 현재 발행주식수 대비 약 2.6% 증가해 일부 지분희석 효과 발생은 불가피. 다만, 재무구조 측면에서는 기존에도 SK이노베이션이 SKIET 지분 53.3% 보유한 최대주주로 연결 반영되고 있었기 때문에 합병으로 발생하는 추가 부담 제한적. 동사는 금일 컨콜에서 합병으로 인한 사업구조 효율화 및 SKIET 이자비용 절감 등에 따른 EBITDA 개선 효과를 약 600억원으로 제시했는데, 기존에는 제외되던 비지배지분이 동사 당기순손실에 완전히 귀속되면서 실질적인 효과는 사실상 미미할 듯. 오히려 SKIET 지배지분으로 추가 인식될 당기순손실 규모가 합병 EBITDA 개선 효과를 소폭 상회하고, 신주 발행에 따른 발행주식수 증가까지 고려하면 합병 이후 EPS 희석 효과는 불가피할 것으로 예상

SKIET 열악한 환경은 분명하나, 그럼에도 결코 달가울 수 없는 흡수합병 결정

회사는 금번 합병 배경에 대해 재무안정성 확보와 배터리-분리막 시너지 확보 등을 언급. EV 분리막 업황 부진으로 SKIET 실적 악화 장기화됨에 따라 독립법인으로 남아 있을 때 발생할 수 있는 리스크에 선제적으로 대응하기 위한 목적 또한 포함. 실제로 25년 매출액 2,619억원에 영업손실 -2,464억원(OPM -94.1%), 당기순손실 -2,114억원(NPM -80.7%) 등에 달하고, 잇따른 자금 조달로 차입금은 1.69조원 육박하고 있음. 수익 창출 전혀 없고 단기에 업황 회복도 기대하기 어려운 여건인데다, 현금성자산은 4천억원에 그치는 등 사실상 독립적인 영업활동이 쉽지 않은 상황인 만큼 언젠가 어떤 형태에서든 지원이 필요했던 점은 분명함

지원안 중에선 자금대여 or 지분출자가 가장 쉽고 단기에 해결할 수 있는 방법이나, SK이노베이션의 직접적인 현금유출과 업황 개선 더딜 경우 향후 자본 추가 투입 가능성이 커 임시방편에 불과. SKIET 측에서는 이자 감당이 어렵다는 점도 문제. 이에 당장 직접적인 현금유출이 없고, 중장기적으로 배터리와 분리막 사업의 운영 효율성을 확보할 수 있는 흡수합병 방법을 선택한 것으로 해석됨

전통에너지의 좋은 업황에 갑자기 찬물을 끼얹은 행보: 결국 ON + IET 늪에서 못 벗어나는 것인가

SKIET 지원의 필요성은 이해되나, 전통에너지 중심으로 그 어느때보다 호시황이 지속되고 있는 상황에 찬물을 끼얹은 이번 행보가 결코 달가울 순 없음. 동사는 SK-On을 위해 21년 SK에너지 주유소 부지 매각, 엔무브 지분 매각(25년 6월 재매입), 23년 1.14조원 유상증자, 25년 영구채 발행과 E&S 합병 이후 여주/나래 발전자회사 지분 유동화, 보령LNG 터미널 지분 매각 등 알짜 자산과 핵심 계열사들을 희생양으로 삼아 왔음[p3. 표2 참고]. 약 5년째 이어진 밀 빠진 독에 물 붓기와 같은 이 행보가 마무리되는 것이 아니라, 오히려 이젠 SKIET로 확대된다는 점에서 SK이노베이션 주주 입장에서는 실망감과 허탈함과 불편함이 상당히 클 수밖에 없음

다만, 합병 이후 SK이노베이션 자금력 활용한 투자 가능성은 낮고, 배터리도 최소한의 투자만 유지하는 기조 변함없는 것으로 파악. 따라서 과거처럼 계열사를 활용한 대규모 투자 집행 및 이에 따른 연쇄적인 재무구조 부담의 리스크는 제한적일 것으로 예상되나, 25년 중국 EUE 및 26년 미국 BOSK 청산 결정으로 최근 조금씩 대두됐던 배터리 사업 축소에 대한 기대감은 당분간 낮춰야 할 듯

한편, 하반기 정제마진과 윤활유 강세, SMP 상승으로 인한 호실적 기대는 여전히 유효. 두 차례 전쟁으로 에너지 수급이 얹히고설킨 만큼 단기 해결은 쉽지 않아 On+IET 제외한 전통에너지 부문 호시황은 꽤 장기간 이어질 전망. 당초에는 정제마진 강세 속에 E&S 실적 개선, SK그룹 AIDC 투자 기대감, 대미투자 에너지 부문에서 동사 진출 가능성 등에 근거해 정유업종 최선호주로 제시했으나, 금번 합병 발표로 당분간センチ멘털 훼손 불가피해진 만큼 정유업종 내에서 S-Oil, GS 대비 선호도 우위는 약화. 금번 합병으로 인한 발행주식수 증가와 지배주주순이익 변동 등에 대한 효과는 합병 마무리되는 시점에 반영해 목표주가 재산정할 예정

표1. SK이노베이션-SKIET 합병 세부사항 및 향후 주요일정

주요 내용	SK이노베이션	SK아이이테크놀로지(SKIET)
구분	존속회사	소멸회사
합병가액(원)	125,862	14,783
합병비율	1	0.117454
보통주 기준 현재 발행주식 수	169,052,788	81,787,100
합병 신주 발행주식 수*	4,481,300	-
합병 후 발행주식 수	173,534,088	-
신주교부비율	2.6%	-
이사회 결의일	2026.08.25	
주주 확정기준일	2026.09.09	
소규모합병 반대이사 통지기간	2026.09.09~09.23	
합병을 위한 이사회 결의일	2026.11.24	
합병 기일	2027.01.01	
합병신주 상장 예정일	2027.01.18	

자료: iM증권 리서치본부

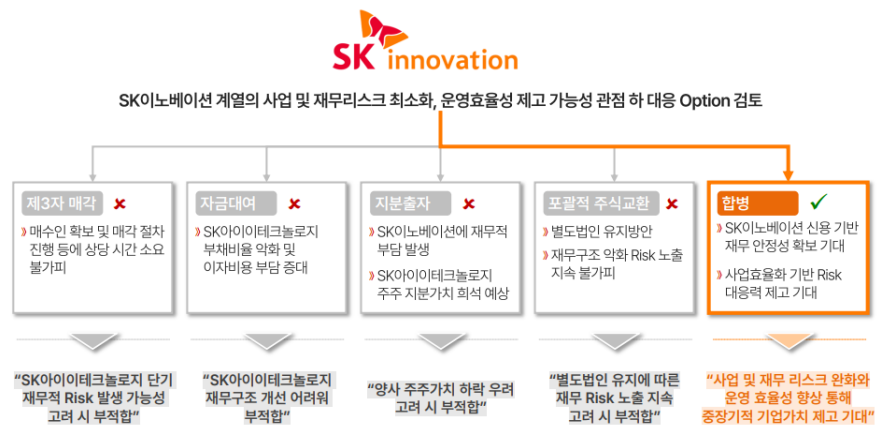
주: 향후 주매청 행사에 따라 취득하는 자기주식에는 합병신주 미교부

그림1. SK이노베이션-SKIET 합병 전후 지배구조 비교



자료: SK이노베이션, iM증권 리서치본부

그림2. SK이노베이션-SKIET 합병 여러 방안별 비교



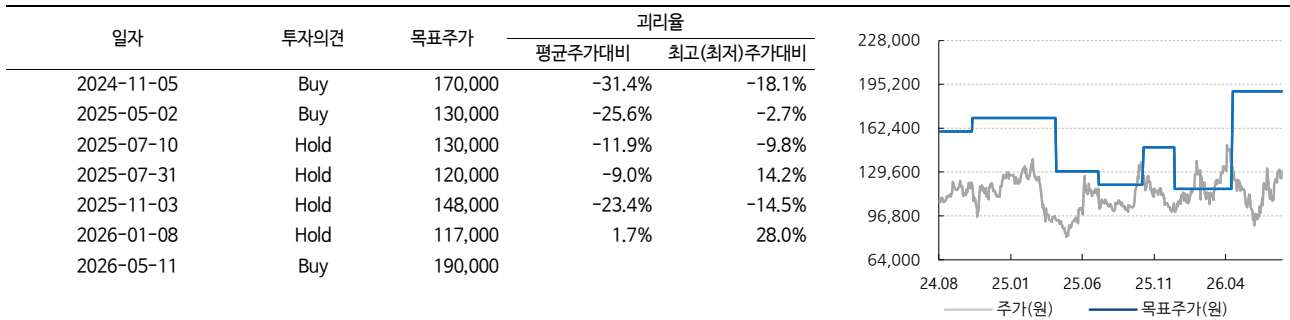
자료: SK이노베이션, iM증권 리서치본부

표2. SK이노베이션 계열사 직간접적인 활용을 통한 자본조달 내역

시기	자본조달 활용 대상	방법	규모	자본조달 내용 관련 세부사항
2021년 4월	SKE&P 북미 셰일광구	자산 매각	-	SK Plymouth, SK Nemaha 소유 셰일오일 광구 매각
2021년 7월	SK루브리컨츠	지분 매각	1.12조원	IMM에 지분 40% 매각 - LGES 배터리 분쟁 합의금에 일부 활용한 것으로 추정 - 2024년 10월 10%, 2025년 6월 30% 재매입 완료해 현재는 지분 100% 보유
2021년 7월	SK에너지 소유 주유소	자산 매각	7,638억	SK에너지 소유 주유소 총 116개 토지 자산 매각 및 Sales & Lease back 형태로 운영
2023년 9월	SK이노베이션	유상증자	1.14조원	주배실 일반공모
2024년 4월	SK어스온 페루 LNG	지분 매각	3,500억	MidOcean Energy에 지분 20% 매각
2024년 6월	SK-On	영구채 발행	5,000억원	-
2024년 7월	SKE&S	흡수합병	-	에너지 사업 통합 및 재무구조 강화
2024년 7월	SK트레이딩인터내셔널·SK엔텀	흡수합병	-	배터리·트레이딩·물류 사업 통합
2025년 7월	(주)SK	유상증자 (제3자배정)	2.0조원	채무상환 2조원 활용
2025년 7월	SK이노베이션	유상증자 (제3자배정)	2.3조원	운영자금 1.7조원, 채무상환 0.3조원, 운영자금 0.3조원
2025년 7월	SK엔무브	흡수합병	-	전기화 관련 사업 간 시너지 창출 및 물류 효율 개선
2025년 7월	SK이노베이션	영구채 발행	7,000억원	-
2025년 8월	SKE&S 부지 일부	자산 매각	5,050억원	코원에너지서비스 대치동 본사 사옥 및 부지
2025년 9월	나래에너지서비스	지분 매각	1.65조원	LNG 자회사 지분 일부 유동화를 통해 운영자금 확보
2025년 9월	여주에너지서비스	지분 매각	1.35조원	LNG 자회사 지분 일부 유동화를 통해 운영자금 확보
2025년 10월	SK이노베이션	CB 발행	6,000억원	처음으로 전환사채 발행 (2027년 10월 만기)
2025년 12월	보령LNG터미널	지분 매각	5,600억원	IMM-KB자산운용에 지분 50% 매각
SK이노베이션 계열사의 직간접적인 활용을 통한 자본조달 총 금액			약 13.5조원	공시 또는 언론보도를 통해 외부 공개된 딜 기준으로 단순 합산한 금액이므로 실제 조달금액과는 상이함

자료: Dart, 언론 보도 정리, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-