

배터리 (Overweight)

SK온, SK엔무브 합병 발표

2 차전지 산업 포인트

배터리 제조업은 금속 가격에 연동되는 변동비가 60% 이상을 차지하며, 고정비도 30%대로 높은 비중을 차지 한다.

글로벌 주요 완성차 OEM과 안정적인 계약 확보 및 적절한 투자 결정을 통한 설비 최적화가 가장 중요한 요소로 부각된다.

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- SK이노베이션은 전일 이사회를 통해 SK온(배터리)과 SK엔무브(윤활유) 간 합병을 결의하였다. 합병 방식은 SK온이 존속법인으로서 SK엔무브를 흡수하는 구조이며, 합병 비율은 SK온:SK엔무브 = 1:1.6616742(DCF 기반 산출)로 결정되었다. 2024년 기준, SK온은 자산 50조원, 자본 17조원, EBITDA 0.3조원이며, SK엔무브는 자산 3.8조원, 자본 1.7조원, EBITDA 0.8조원이다. 합병 기일은 2025년 11월 1일이며, SK엔무브 주주들에게는 SK온 보통주가 합병 신주로 발행된다.
- 이번 합병의 표면적인 목적은 작년부터 이어진 포트폴리오 리밸런싱의 일환으로, 전동화(Electrification) 중심의 사업 경쟁력을 강화하고 윤활유 사업을 통한 안정적인 현금창출 기반을 SK온에 결합해 재무구조를 개선하고 성장을 가속화하기 위함이다. 그러나 이미 언론에서 수차례 언급되었듯이 2027년까지 SK온의 IPO가 어려울 것으로 예상됨에 따라 엔무브와 합병을 결정한 것으로 보인다.
- SK이노베이션은 본 합병과 동시에 FI(재무적 투자자)들의 투자금 회수를 위해 SK온의 전환우선주를 약 3.59조원에 매입하였다. 이를 통해 합병 및 유상증자 이후 SK온에 대한 SK이노베이션의 지분율은 약 90.32%까지 상승하게 된다. 향후 IPO 시 구주매출을 통한 수익 실현을 기대할 수 있다.
- 자금 조달을 위해 SK이노베이션은 약 2조원의 3자 배정 유상증자(SK Inc. PRS 체결)와 7천억원 규모의 신종자본증권(영구채)을 발행하였으며, 이 중 SK Inc.는 약 4천억원 규모로 증자에 참여해 SK이노베이션의 실제 현금 유출 규모는 약 9천억원으로 파악된다. 또한 자회사 SK온(2조원), SKIET(0.3조원)의 3자 배정 유상증자(SK이노베이션 PRS 체결) 및 SK E&S 자산 유동화를 활용한 추가 자본 조달로 SK이노베이션 전체로 보면 2025년 8조원의 자본확충과 9.5조원의 순차입금 감소가 기대된다.
- 이번 합병을 통해 SK이노베이션은 FI들과의 공동 지분 보유 구조를 해소하고, 과거 부담되던 SK온 IPO 관련 의무 조항에서 벗어나게 되었다. 회사는 이번 컨퍼런스콜에서 단기적으로 SK온 IPO 계획이 없음을 명확히 하였지만, 향후 미국 ESS 시장 확대 등으로 SK온의 글로벌 점유율이 상승하고 실적이 개선될 경우 상장을 재추진할 것으로 예상된다. 또한, SK엔무브가 보유한 액침냉각 기술과 윤활유 기반의 열관리 기술을 SK온의 ESS 및 EV 배터리 사업과 연계할 경우 기술-제품 경쟁력 측면에서도 시너지가 기대된다. 이를 통해 타 경쟁사 대비 기술 우위를 확보할 수 있을 전망이다.
- 결국 단기적으로 SK이노베이션의 현금 유출 규모가 크지 않고, 중장기적으로 SK온 기업가치 상승 시점까지 시간을 벌었다는 점, 현실적으로 빠른 시간내에 전기차 배터리 업황이 턴어라운드하기 어려운 점, SK온과 SK엔무브의 사업적 시너지를 고려할 때 이번 합병은 나름 합리적인 의사결정이라 평가할 수 있다.

도표 1. 2025 년 포트폴리오 조정 전략



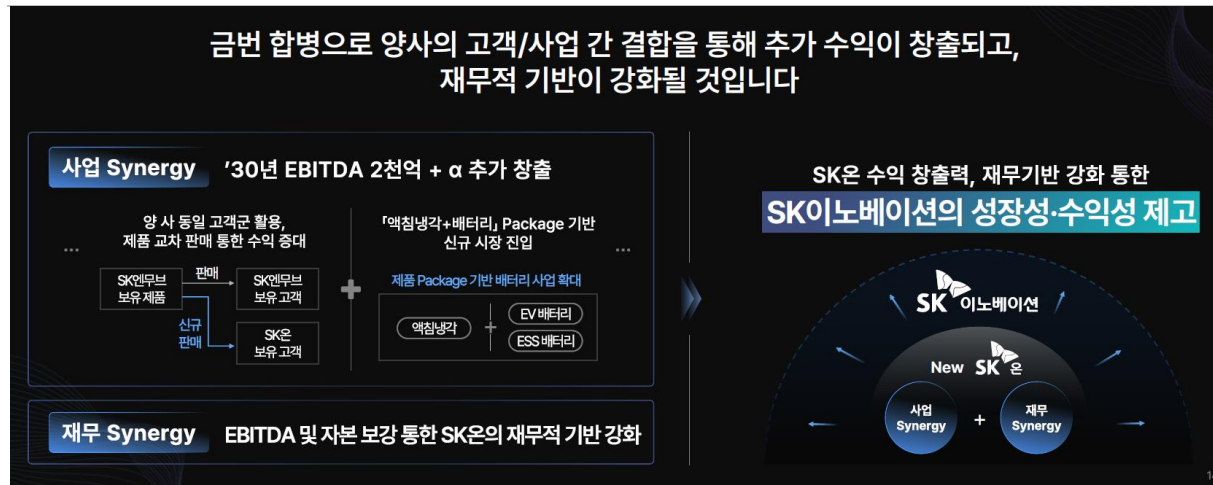
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 2. SK 온 + SK 엔무브 합병 발표



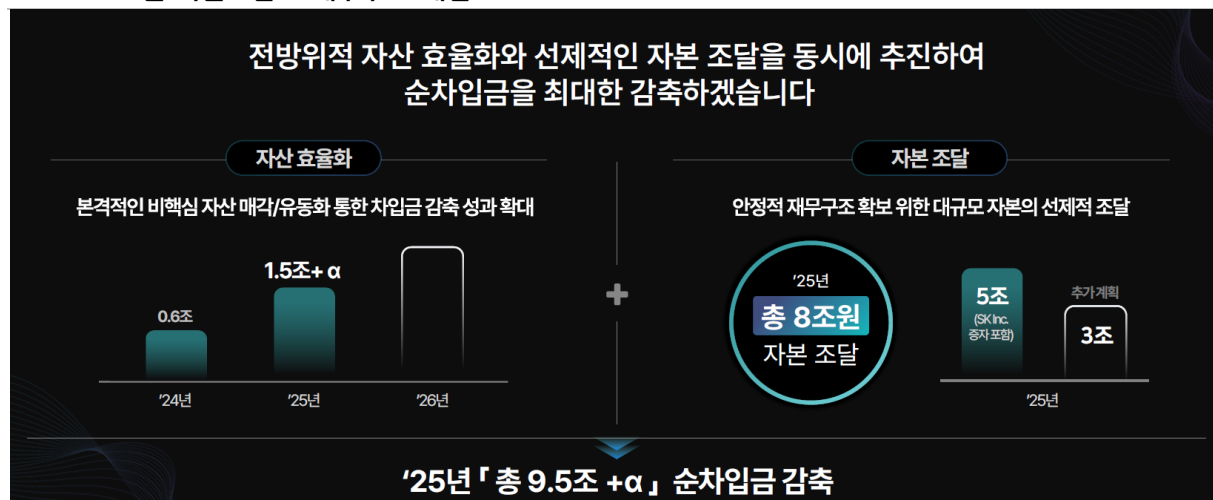
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 3. 합병 효과: 액침냉각 + 배터리 패키지 기반 신규 시장 진입



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 4. SK 온 자본조달로 재무구조 개선



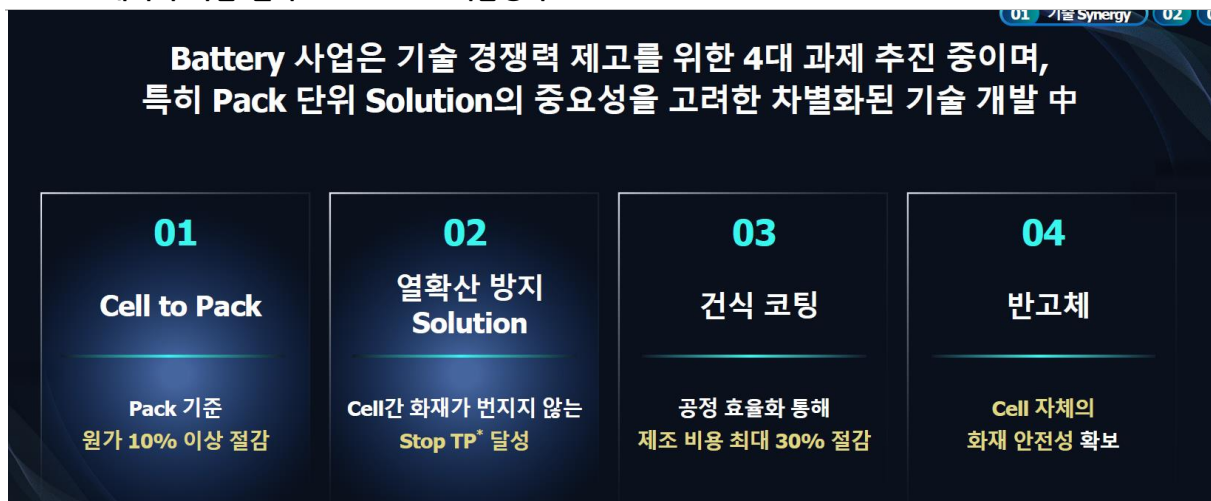
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 5. 2030 년 재무 목표: EBITDA 10 조원 달성 및 순차입금 20 조원 미만 유지



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 6. 배터리 사업 전략: CTP + TP + 액침냉각



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 7. SK 온과 SK 엔무브 합병으로 인한 시너지 효과



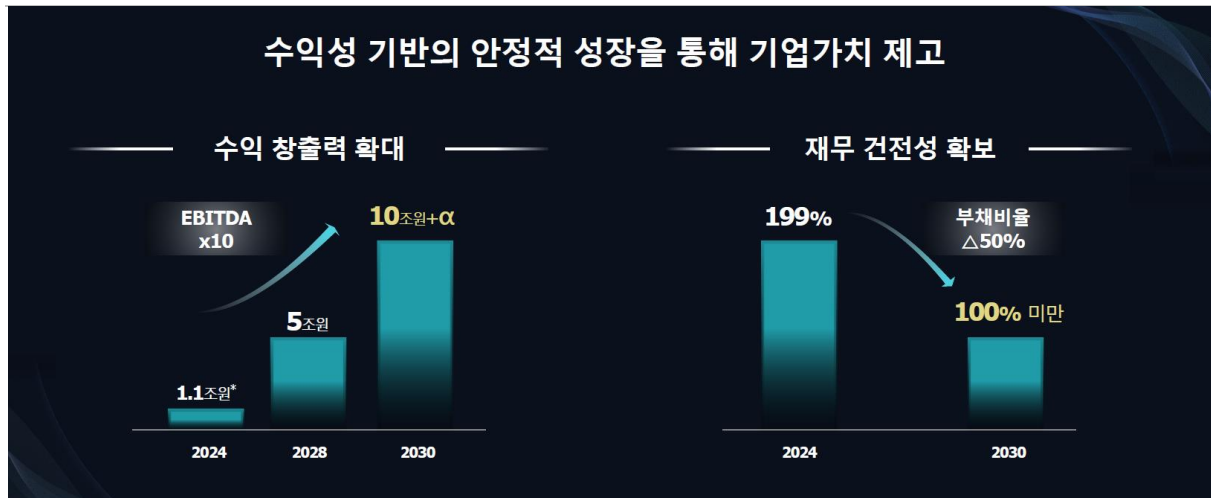
자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 8. 글로벌 ESS 시장 공략 전략



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 9. 기업가치 제고 목표



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 10. 2030년까지 중장기 전략



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.6.30 기준)