

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[에너지/소재]

SK이노베이션, 분리막 추가 재무 지원 불확실성 축소

가장 어려울 때 완전히 품는다

SK이노베이션의 SK아이이테크놀로지(이하 SKIET) 흡수합병은 성장사업을 새롭게 인수하는 M&A라기보다, 배터리 밸류체인 내 남아 있던 분리막 사업의 재무 리스크를 모회사 내부로 흡수해 직접 통제하는 구조조정으로 판단한다. SKIET는 전기차 수요 둔화와 중국 업체들의 공급 확대 및 가격 경쟁 심화로 가동률이 급락하면서 높은 고정비와 감가상각 부담이 실적 악화로 직결됐고, 독립 상장사 체제에서는 자체 자금조달과 현금창출에도 제약이 커졌다. 이에 SKIET는 중국 장쑤 생산법인을 SEMCORP에 약 888억원에 매각하고, 오는 11월 30일부터 중평 공장의 상업 생산을 중단하는 등 생산거점을 폴란드 중심으로 재편하고 있다. 올해 2분기에는 중국법인 매각 관련 처분손실 약 6,000억원과 유형자산 손상차손 약 8,600억원 등 1.4조원대 일회성 회계손실도 선제적으로 반영했다. 즉, 고비용 생산거점 정리와 자산가치 현실화를 상당 부분 선행한 이후 SK이노베이션이 SKIET를 흡수하는 순서다. SK이노베이션이 이미 SKIET 지분 53.35%를 보유해 연결 종속회사로 반영하고 있었던 만큼 합병 자체가 연결 EBITDA를 즉각 높이는 거래는 아니다. 다만 별도 상장 자회사에 대한 추가 증자/대여 등 재무지원 방식의 불확실성을 낮추고, 자금조달/투자/R&D/생산 의사결정을 모회사 내에서 일원화할 수 있다는 점에서 기존의 통제하기 어려운 잠재 리스크를 직접 관리 가능한 사업 리스크로 전환했다는 의미가 있다.

더 중요한 투자포인트는 분리막 업황 회복 시 발생하는 이익 레버리지의 귀속 구조가 달라진다는 점이다. SKIET는 중국과 국내 생산거점 축소를 통해 현금 고정비 부담을 낮추는 동시에 대규모 손상차손 인식으로 향후 감가상각 부담도 완화될 여지가 있다. 향후 폴란드 공장 가동률이 상승하고 유럽/북미 고객사의 비중국 공급망 확대가 실제 신규 수주로 연결될 경우, 낮아진 손익분기점 아래에서 매출 회복보다 이익 개선이 빠르게 나타날 수 있다. 합병 전에는 SKIET 손익 중 46.65%가 비지배지분에 귀속됐지만, 합병 후에는 분리막 사업의 손익이 모두 SK이노베이션 지배주주 손익에 반영된다. 물론 이는 양면적이다. SKIET의 적자가 지속되는 동안에는 기존보다 지배주주 순이익 부담이 커지고 신주 발행에 따른 희석도 발생하지만, 반대로 흑자전환 이후의 이익 역시 온전히 SK이노베이션에 귀속된다. 실적과 자산가치가 크게 훼손된 시점에 생산능력 구조조정과 손상처리를 선행하고 잔여 지분을 흡수함으로써 추가 지원의 불확실성은 낮추고, 향후 업황 정상화 가치는 모회사 주주에게 집중시키는 거래에 가깝다. 향후 SK이노베이션의 기업가치에서 핵심 관전 포인트는 합병 자체보다 SKIET의 분기 적자 축소 속도, 폴란드 가동률 상승, 추가 Capex 억제와 ESS/유럽 고객을 중심으로 한 신규 수주 가시성이 될 것으로 판단한다.

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

그림 1. SKIET 실적 현황

(단위: 억 원, %)

	2Q26	1Q26	QoQ	2Q25	YoY
매출액	395	359	+36	827	△432
매출총이익	△301	△520	+219	△248	△53
GPM (%)	△76%	△145%	+69%p	△30%	△46%p
영업이익	△635	△732	+97	△537	△98
OPM (%)	△161%	△204%	+43%p	△65%	△96%p
EBITDA	△346	△394	+48	△178	△168
EBITDA M (%)	△88%	△110%	+22%p	△22%	△66%p

자료: SKIET, IBK투자증권

그림 2. SKIET 생산거점 구조조정 현황

타법인 주식 및 출자증권 처분 결정 (26.05.27)		생산중단 (26.05.27)	
세부내용		세부내용	
매수자	• Jiangsu Energy New Materials Technology (이하 "Semcorp")	중단대상	• 증평소재 공장 전체
대상	• SK Hi-tech Battery Materials (Jiangsu) (이하 "SKBMC") 지분 100% 일체	중단내용	• 생산라인 상업가동 중단
매각가격	• 4억 RMB	중단사유	• 설비 노후화에 따른 구조적 원가 열위 • 가동률 지속 저하 및 영업적자 고착화
매각목적	• 재무구조 개선 및 글로벌 생산거점 운영 효율화	기대효과	• 연간 30% 고정비 부담 완화 • 거점 집중화 통한 운영효율 개선
기타	• 중국 내 기업결합신고 등 통상적 선행조건 처리 중	기타	• 상업가동 이후 설비 및 부지 활용방안 및 관련 후속 절차 등 검토 중

자료: SKIET, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.