

SK이노베이션 (096770)

Issue Review

Company Analysis | 이차전지/정유화학 | 2026. 8. 27

SKIET와 합병, 이노 주주에게 긍정적인가가 핵심

SKIET와 합병 발표, 신주발행 영향 2.6%

동사는 분리막을 제조하는 자회사 SKIET 합병 발표. 흡수합병형태로 소규모 합병으로 진행. 합병비율은 1:0.1174840으로 합병 신주 4,481,300주 발행, 2.6% 희석. 손익 측면에서 이미 연결자회사로 연결 영업이익 영향 없으나 순손익단에서 IET 비지배지분 추가. 회사는 '29년까지 IET 흑자전환 전망, 당분간 영업적자 예상

합병 이유

이처럼 중단기 흑전 예상하지 않음에도 합병한 것은 분리막 사업 수익성 악화에 따른 IET, 연결된 SK이노 재무 Risk 방어 목적이 큰 듯. 당초 '19년 물적 분할, '21년 상장 하며 IET 분리막 성장(공모가 105,000원, 전일 종가 19,960원)에 대한 기대가 높았지만 이제 독자 생존이 한계에 다다르며 모회사가 흡수해 정상화시키는 방안을 선택한 듯. 그리고 시장은 이를 단순히 2.6% 증자에 따른 기계적 희석보다 부정적이라고 해석한 듯, 전일 11.04% 하락 마감

HOLD로 하향

우리는 정유산업의 고마진 상황이 적어도 '27년 역시 지속될 것으로 전망, 정유에 대해 긍정적 의견 보유. 그러나 배터리산업에 대해서는 EV향 M/S 하락과 미국 ESS 경쟁 심화로 Underweight 의견 보유. 특히 동사가 생산하는 파우치형 '26년 상반기 전년비 7% 수요 감소, 우려. 지난 4분기 배터리 자산 손상, 이번 Ford와의 JV 정리 등으로 배터리 Capa 감축 진행 예상, 적자 부문 비중 축소로 회사의 'Right Sizing' 전략을 이해했음. 그러나 이번 합병으로 배터리사업에 대한 실질 비중 증가, 배터리 밸류 체인에 대한 의지 재확인. 이번 합병이 SK이노를 위한 합병인지, SK이노와 SKIET을 포함한 그룹 전체의 포트폴리오 관점의 의사결정이었는지에 대한 시장 판단이 향후 밸류에이션에 영향 미칠 듯. 우리는 배터리 실질 비중 증가로 판단, 기존 멀티플 Premium을 discount로 변경, Hold로 하향함, Trading 관점 접근 유효

Financial Data

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	74,270	80,296	103,702	94,537	98,791
영업이익	356	449	8,294	5,773	1,933
순이익	-2,372	-5,436	1,591	-385	-635
EPS (원)	-21,236	-21,056	5,702	-1,358	-2,238
증감률 (%)	적전	적지	흑전	적전	적지
PER (x)	-5.3	-4.8	19.5	-81.9	-49.7
PBR (x)	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
영업이익률 (%)	0.5	0.6	8.0	6.1	2.0
EBITDA 마진 (%)	0.5	0.6	8.0	6.1	2.0
ROE (%)	-9.6	-14.4	4.5	-1.1	-1.9

주: IFRS 연결 기준

자료: Dart, LS증권 리서치센터



Analyst 정경희
khchung@ls-sec.co.kr

Hold (하향)

목표주가 (하향)	126,000 원
현재주가	111,200 원
상승여력	13.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (8/26)	6,808.21 pt
시가총액	187,987 억원
발행주식수	169,053 천주
52 주 최고가/최저가	149,800 / 89,500 원
90 일 일평균거래대금	817.75 억원
외국인 지분율	15.1%
배당수익률(26.12E)	0.0%
BPS(26.12E)	123,508 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -16.3%
	6개월 -22.4%
	12개월 -108.1%
주주구성	SK (외 13인) 52.1%
	국민연금공단(외 1인) 6.0%
	자사주 (외 1인) 1.1%

그림 1 합병거래 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 ①항1호) - 최근 1개월간 / 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 승인은 이사회 승인으로 갈음

자료: 회사, LS증권 리서치센터

그림 2 합병비율 산출 근거

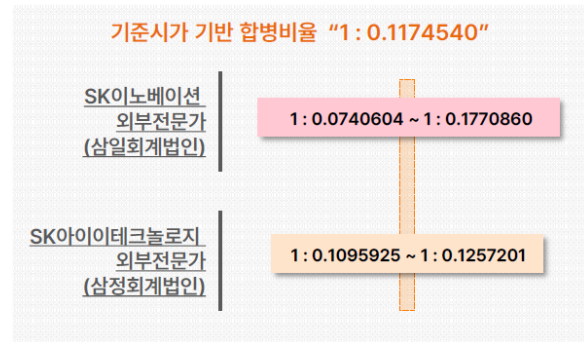
기준시가 산정

구분	SK이노베이션	SK아이이테크놀로지
A. 최근 1개월 가중산술평균종가	118,611원	14,364원
B. 최근 1주일 가중산술평균종가	128,874원	14,676원
C. 최근일 종가(8/24)	130,100원	15,310원
기준시가 [(A+B+C) ÷ 3]	125,862원	14,783원
합병가액(1주당)	125,862원	14,783원
합병비율	1:0.1174540	

신주교부비율 "2.6%"

- 신주교부비율 = SK이노베이션 신주교부주식수 / SK이노베이션 발행주식총수
- SK이노베이션 보유 SK아이이테크놀로지 지분 43,633,432주는 신주교부대상 제외
- SK아이이테크놀로지 주식매수청구권 미행사 가정하여 산정

합병비율 적정성 및 공정성 검토



* DCF(현금흐름할인법) 적용한 수익가치 기반 적정 합병비율 산출

"기준시가 기반 합병비율은 양사 특별위원회 외부전문가(재무자문사) 산정 적정 합병비율 범위 내 위치"

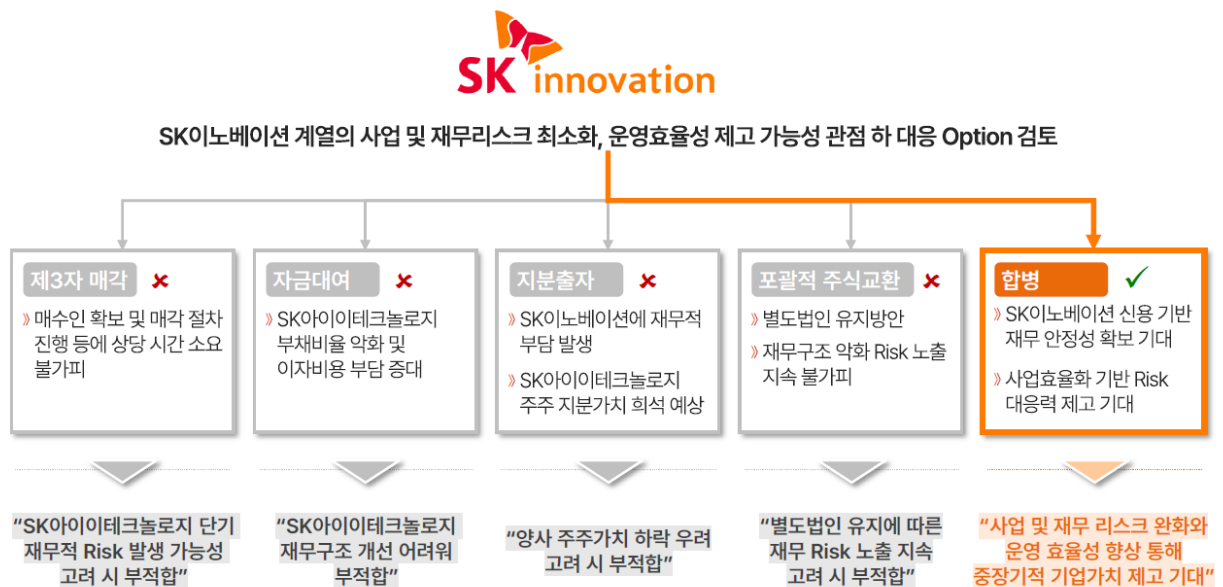
자료: 회사, LS증권 리서치센터

그림 3 합병전후 지배구조 변화



자료: 회사, LS증권 리서치센터

그림 4 합병 추진 배경



자료: 회사, LS증권 리서치센터

표1 부문별 수익 추정(분기)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	21,026	19,427	20,533	19,310	24,212	29,646.1	28,055.0	27,028.0
석유사업(정유)	11,918	11,119	12,442	11,711	14,994	16,748	16,102	15,778
화학사업	2,357	2,142	2,301	2,121	3,213	4,024	3,754	3,524
운할유사업	972	894	981	990	1,222	2,512	2,365	2,415
석유개발사업	383	342	320	323	118	494	456	374
배터리사업	1,605	2,108	1,808	1,457	1,791	1,652	1,745	1,657
소재사업	24	20	24	17	36	33	25	21
E&S 사업	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	3,954	3,524	3,345
기타	15	259	131	(347)	(858)	229	84	(86)
영업이익	(31)	(431)	573	337	2,162	1,379	1,632	972
석유사업	36	(466)	304	475	1,930	824	1,145	695
화학사업	(100)	(103)	(25)	(9)	128	164	(54)	(35)
운할유사업	121	135	171	181	189	412	542	452
석유개발사업	120	109	89	81	65	150	141	195
배터리사업	(299)	(66)	(125)	(441)	(349)	(397)	(278)	(474)
소재사업	(55)	(54)	(50)	(75)	(73)	(69)	(60)	(85)
E&S 사업	193	115	255	118	283	215	275	274
기타	(47)	(101)	(47)	(73)	(10)	80	(79)	(50)
영업이익률								
OPM	-0.1%	-2.2%	2.8%	1.7%	8.9%	4.7%	5.8%	3.6%
석유사업	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	12.9%	4.9%	7.1%	4.4%
화학사업	-4.3%	-4.8%	-1.1%	-0.4%	4.0%	4.1%	-1.4%	-1.0%
운할유사업	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	16.4%	22.9%	18.7%
석유개발사업	31.4%	31.9%	27.9%	25.1%	55.0%	30.4%	30.9%	52.1%
배터리사업	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-19.5%	-24.0%	-15.9%	-28.6%
소재사업	-230.3%	-275.4%	-213.2%	-437.2%	-203.9%	-209.1%	-240.0%	-404.8%
E&S 사업	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	5.4%	7.8%	8.2%

자료: 회사, LS증권 리서치센터

표2 부문별 수익 추정(연간)

(십억원, %)	2025	2026E	2027E
매출액	80,296	103,702	94,537
석유사업(정유)	47,190	114,671	83,245
화학사업	8,920	13,454	11,254
유탄유사업	3,836	7,072	6,512
석유개발사업	1,368	405	650
배터리사업	6,978	8,039	7,210
소재사업	84	161	150
E&S 사업	11,863	12,885	11,157
기타	57	(52,986)	(25,641)
영업이익	449	8,294	5,773
석유사업	349	5,557	4,920
화학사업	(237)	82	(127)
유탄유사업	608	2,060	1,574
석유개발사업	400	186	256
배터리사업	(932)	(179)	(1,241)
소재사업	(234)	(282)	(341)
E&S 사업	681	938	874
기타	(187)	(68)	(142)
영업이익률			
OPM	0.6%	8.0%	6.1%
석유사업	0.7%	4.8%	5.9%
화학사업	-2.7%	0.6%	-1.1%
유탄유사업	15.8%	29.1%	24.2%
석유개발사업	29.2%	45.8%	39.4%
배터리사업	-13.4%	-2.2%	-17.2%
소재사업	-278.3%	-174.5%	-227.3%
E&S 사업	5.7%	7.3%	7.8%

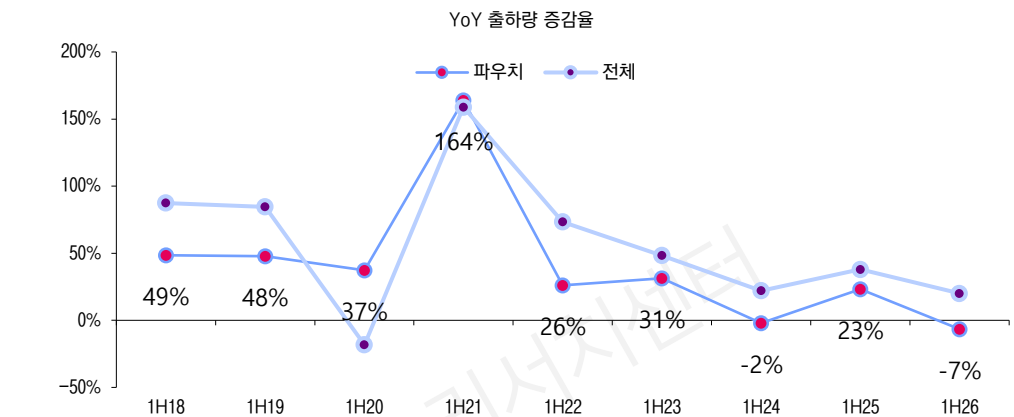
자료: 회사, LS증권 리서치센터

표3 밸류에이션 테이블

	2024	2025	2026E	2027E
BPS(원)	260,363	213,689	212,955	207,880
ROE(%)	(9.6)	(14.4)	4.5	(1.1)
PBR(x)	0.44	0.52	0.54	0.56
적용 BPS(원)	209,572	12개월 Forward BPS		
Target Multiple	0.60	과거 4개년 PBR, 기존 Premium 제거		
목표주가	125,743			
현재주가(원, 8/26)	111,200			
Upside (%)	13.1			

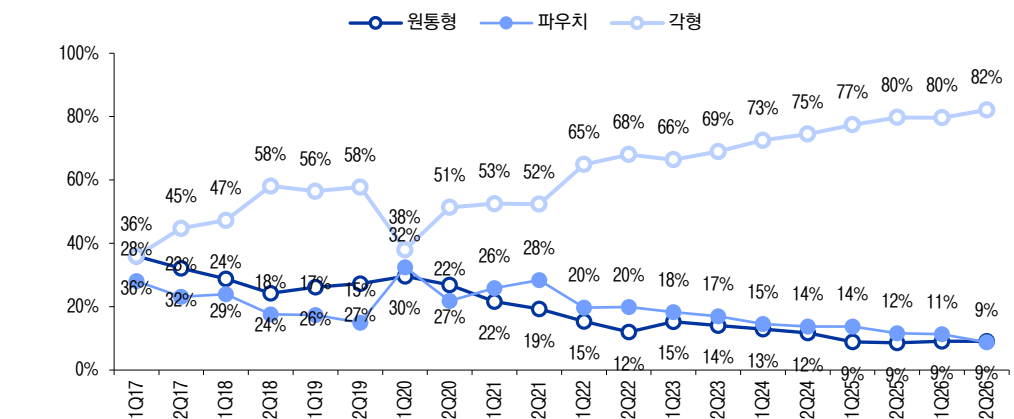
자료: 회사, LS증권 리서치센터

그림 1 EV 향 배터리 출하량 증감율, 파우치 대체로 글로벌 하회, 상반기 -7%로 역성장



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림 2 EV 향 배터리 글로벌 폼팩터별 M/S



자료: SNE Research(2026.06), LS증권 리서치센터

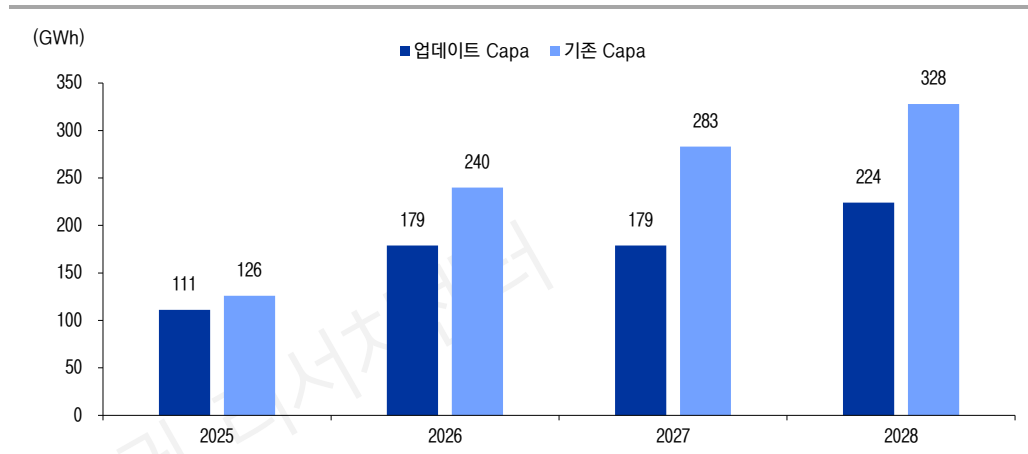
표4 지역별 배터리 Capa 수치 감축

지역	생산거점	2025	2026E	2027E	2028E
한국	서산 1/2동	7	7	7	7
	서산 3동				
중국	창저우(BAIC 합작)	7.5	7.5	7.5	7.5
	후이저우(EVE 합작)				
	옌청(EVE 합작)	27	27	27	27
	옌청 공장 2		33	33	33
아시아 소계		41.5	74.5	74.5	74.5
헝가리	1공장(코마룸)	7.5	7.5	7.5	7.5
	2공장(코마룸)	10	10	10	10
	3공장(이반차)	30	30	30	30
유럽 소계		47.5	47.5	47.5	47.5
미국	조지아	10	10	10	10
		12	12	12	12
	테네시 (Ford 합작)				45
	켄터키 (Ford 합작)				
	켄터키 (Ford 합작) 2공장				
	조지아 (HMG 합작)		35	35	35
북미 소계		22	57	57	102
글로벌 소계		111	179	179	224

자료: 회사, LS증권 리서치센터

주: 붉은색 글씨는 생산 Capa가 감소되거나 기존 계획대비 연기된 지역

그림 3 자산손상 처리 후 SK온 Capa 감소 (기존 vs 신규)



자료: 회사, LS증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026	2027E	2028E
유동자산	36,318	42,795	46,668	46,136	46,203
현금 및 현금성자산	15,865	16,092	22,301	25,546	26,112
매출채권 및 기타채권	8,567	7,879	7,259	6,618	6,915
재고자산	10,336	9,559	11,407	10,399	10,867
기타유동자산	1,551	9,266	5,701	3,573	2,308
비유동자산	74,212	62,813	57,680	53,614	51,539
관계기업투자등	8,818	7,415	6,526	5,637	4,748
유형자산	56,720	47,195	43,264	40,357	39,402
무형자산	8,674	8,204	7,890	7,620	7,389
자산총계	110,530	105,608	104,348	99,750	97,742
유동부채	37,726	41,057	41,985	40,274	40,152
매입채무 및 기타채무	18,689	17,107	19,035	17,324	17,202
단기금융부채	18,101	16,574	15,574	15,574	15,574
기타유동부채	6,123	5,395	5,395	5,395	5,395
비유동부채	33,156	28,160	25,160	23,160	22,410
장기금융부채	27,032	22,765	19,765	17,765	17,015
기타비유동부채	6,123	5,395	5,395	5,395	5,395
부채총계	70,881	69,217	67,145	63,434	62,562
지배주주지분	24,641	21,792	21,992	21,253	20,361
자본금	786	876	898	898	898
자본잉여금	12,747	13,245	13,245	13,245	13,245
이익잉여금	11,109	7,671	7,849	7,111	6,218
비지배주주지분(연결)	15,007	14,599	15,210	15,063	14,819
자본총계	39,649	36,391	37,203	36,316	35,180

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026	2027E	2028E
매출액	74,270	80,296	103,702	94,537	98,791
매출원가	70,256	75,996	90,548	83,904	91,876
매출총이익	4,013	4,300	13,155	10,634	6,915
판매비 및 관리비	3,950	4,570	4,861	4,860	4,983
영업이익	356	449	8,294	5,773	1,933
(EBITDA)	2,810	3,684	11,508	8,430	4,119
금융손익	4,647	4,769	4,998	5,027	5,006
이자비용	6,361	6,363	6,477	6,345	6,282
관계기업등 투자손익	-430	-246	-246	-246	-246
기타영업외손익	-514	-4,479	-4,670	-4,670	-1,170
세전계속사업이익	-2,302	-5,869	1,900	-460	-758
계속사업법인세비용	0	-955	309	-75	-123
계속사업이익	-2,302	-4,914	1,591	-385	-635
중단사업이익	-70	-523	0	0	0
당기순이익	-2,372	-5,436	1,591	-385	-635
지배주주	-2,260	-3,348	979	-237	-391
총포괄이익	1,016	-5,938	789	-887	-1,136
매출총이익률 (%)	5.4	5.4	12.7	11.2	7.0
영업이익률 (%)	0.5	0.6	8.0	6.1	2.0
EBITDA 마진률 (%)	0.5	0.6	8.0	6.1	2.0
당기순이익률 (%)	-3.2	-6.8	1.5	-0.4	-0.6
ROA (%)	-2.5	-5.0	1.5	-0.4	-0.6
ROE (%)	-9.6	-14.4	4.5	-1.1	-1.9
ROIC (%)	-0.2	-1.8	13.9	11.3	4.1

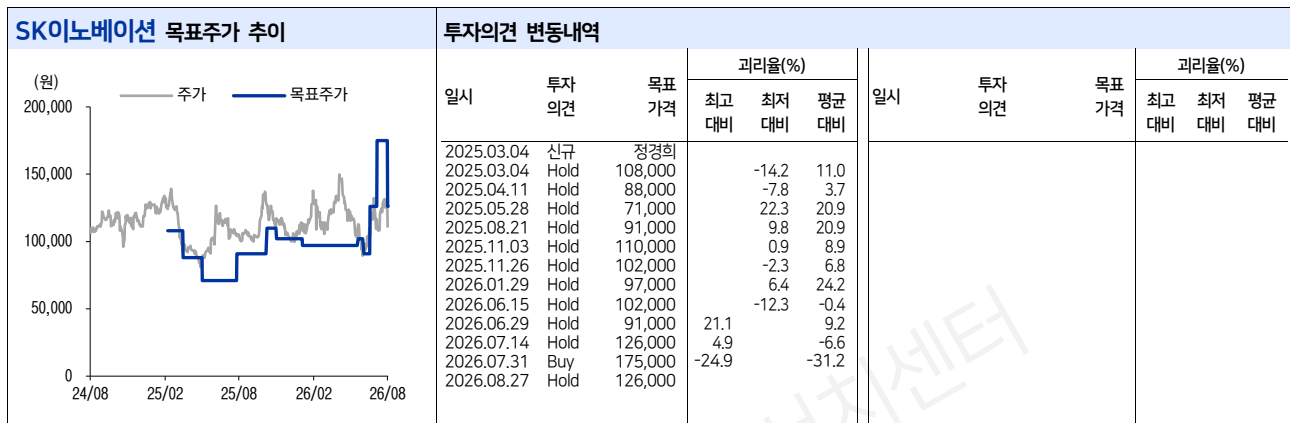
현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,233	2,283	13,502	8,776	6,372
당기순이익(손실)	-2,372	-5,436	1,591	-385	-635
비현금수익비용가감	6,327	12,357	12,547	11,514	10,960
유형자산감가상각비	2,125	2,865	2,901	2,387	1,955
무형자산상각비	209	330	370	314	269
기타현금수익비용	3,994	9,161	9,276	8,813	8,735
영업활동 자산부채변동	1,674	38	4,289	2,092	404
매출채권 감소(증가)	162	1,606	599	620	642
재고자산 감소(증가)	1,144	1,815	464	-1,849	1,008
매입채무 증가(감소)	2,008	-1,777	-670	1,928	-1,711
기타자산, 부채변동	-586	-569	-309	75	123
투자활동 현금흐름	-7,295	-4,285	-2,993	-2,205	-1,227
유형자산처분(취득)	-9,956	-4,802	-2,770	-1,980	-1,000
무형자산 감소(증가)	-218	-175	-224	0	0
-투자자산 감소(증가)	-3,746	1,715	747	747	747
기타투자활동	6,407	-1,199	-970	-972	-974
재무활동 현금흐름	7,327	2,346	-2,943	-965	285
차입금의 증가(감소)	5,536	400	-4,000	-2,000	-750
자본의 증가(감소)	1,137	0	2,000	22	0
배당금의 지급	-314	-681	0	0	0
기타재무활동	2,104	2,627	1,057	1,035	1,035
현금의 증가	2,791	226	6,209	3,245	566
기초현금	13,074	15,865	16,092	22,301	25,546
기말현금	15,865	16,092	22,301	25,546	26,112

주요 투자지표

	2024	2025	2026	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	-5.3	-4.8	19.5	-81.9	-49.7
P/B	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
EV/EBITDA	22.4	15.4	4.2	5.1	10.1
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-3.9	8.1	29.1	-8.8	4.5
영업이익	-81.3	26.1	1,748.4	-30.4	-66.5
세전이익	-67.4	-347.0	154.9	-132.4	-124.2
당기순이익	적전	적지	흑전	적전	적지
EPS	적전	적지	흑전	적전	적지
안정성 (%)					
부채비율	178.8	190.2	180.5	174.7	177.8
유동비율	96.3	104.2	111.2	114.6	115.1
순차입금/자기자본(x)	0.4	0.5	0.8	0.7	0.4
영업이익/금융비용(x)	0.1	0.1	1.3	0.9	0.3
총차입금 (십억원)	47,128	41,182	37,182	35,182	34,432
순차입금 (십억원)	16,182	17,112	30,997	24,796	14,564
주당지표 (원)					
EPS	-21,236	-21,056	5,702	-1,358	-2,238
BPS	161,813	127,962	125,887	121,659	116,551
CFPS	20,391	22,512	59,992	41,360	36,710
DPS	2,000	0	0	0	0

자료: SK이노베이션, LS증권 리서치센터



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	90.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15%	9.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	
					투자이견 비율은 2025. 7. 1 ~ 2026. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)