



SK아이이테크놀로지 (361610)

수익성 개선세 지속 전망

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(하향): 90,000원

현재 주가(11/3)	67,100원
상승여력	▲ 34.1%
시가총액	47,841억원
발행주식수	71,298천주
52 주 최고가 / 최저가	108,600 / 53,000원
90 일 일평균 거래대금	208.48억원
외국인 지분율	9.2%
주주 구성	
SK 이노베이션 (외 5 인)	61.2%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%
SK 아이이테크놀로지우리아주	3.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.3	-36.1	-19.6	20.5
상대수익률(KOSPI)	-5.4	-27.0	-14.3	18.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	604	586	676	912
영업이익	89	-52	16	109
EBITDA	207	104	171	294
지배주주순이익	95	-30	20	101
EPS	1,337	-416	287	1,422
순차입금	-212	475	1,142	1,493
PER	125.6	-127.3	234.0	47.2
PBR	5.4	1.7	2.2	2.1
EV/EBITDA	56.9	41.0	34.6	21.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.6	-1.4	0.9	4.5

주가 추이



SK 아이이테크놀로지의 3분기 실적은 컨센서스에 부합하며, 최근 부진한 2차전지 소재 내에서 견조한 실적을 달성했습니다. 4Q23에도 캡티브 고객사 기반의 출하량 증가가 예상됩니다. 전방 수요 둔화로 신규 라인 가동 시점은 불확실해졌으나, 동사는 SKOn/북미 고객사향 장기공급계약으로 견조한 Q 성장과 수익성 회복을 이어갈 것으로 판단합니다.

3분기 실적 컨센서스 부합

동사의 3분기 실적은 매출액 1,822억 원, 영업이익 79억 원으로 컨센서스(74억 원)에 부합했다. 분리막 출하량이 2억㎡로 전분기(1.7억㎡) 대비 19% 증가했다. 그러나 정기 보수 등 총 59억 원의 일회성 비용이 발생하며 영업레버리지 효과는 미미했다.

4분기 영업이익 107억 원(OPM 5.4%) 전망

동사의 4분기 실적으로 매출액 1,986억 원, 영업이익 107억 원(OPM 5.4%)을 전망한다. 최근 전방 수요 둔화로 인해 Q 성장률 압박을 받고 있으나, 동사는 QoQ 10% 수준의 출하량 증가가 예상된다. 캡티브 고객사도 4Q23 물량 성장을 언급한만큼 출하량 성장 가시성은 높다고 판단한다. 다만, 연말 일회성 비용 등이 발생할 것으로 감안하면 수익성 증가폭은 제한적일 것으로 예상된다.

목표주가 90,000원으로 하향, 목표주가 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 90,000원으로 하향한다. 전방 수요 불확실성으로 신규 라인 가동 시점이 지연될 것을 감안하여 2025년 실적 추정치를 하향 조정했으며, IRA 프리미엄을 받아왔던 분리막 업종은 최근 미국 대선 등 정책적 불확실성이 높아진만큼 멀티플을 소폭 하향 조정했다. 북미 투자 계획은 IRA 세부사항이 발표되고, 2024년 수요 논의 구체화되고 난 후 2024년 내 소통할 수 있을 것으로 예상된다. 다만, 증설 스케줄 지연 논의는 2차전지 업종 내 공통적인 분위기다. 이런 불확실성 속 안정적인 Q 성장을 보이는 업체에 주목할 필요가 있다. 동사는 올해 중순 북미/SKon향으로 각각 7년/5년 중장기공급 계약을 체결하고, 최저 물량이 보장된만큼 출하량 성장 가시성은 상대적으로 높다고 판단한다. 1Q24부터는 일회성 비용도 없어지며, 출하량 증가에 따른 영업레버리지 효과도 극대화될 것으로 예상된다.

[표1] SK 아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

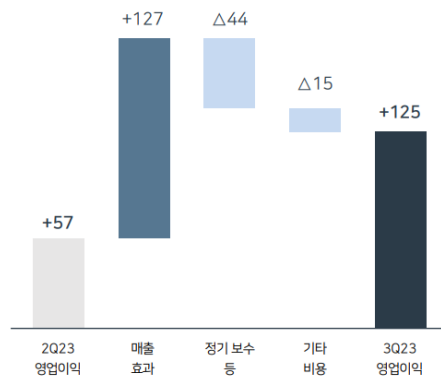
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	134.2	138.9	135.3	177.4	143.0	151.8	182.2	198.6	603.8	585.8	675.7	912.3
LiBS(분리막)	134.2	138.8	134.5	177.1	142.8	151.8	181.1	197.6	603.4	584.7	673.4	908.8
FCW	0.0	0.1	0.7	0.3	0.2	0.0	1.1	1.0	0.4	1.1	2.3	3.5
영업이익	-7.6	-12.4	-22.0	-10.3	-3.7	0.9	7.9	10.7	89.2	-52.3	15.9	109.0
영업이익률	-5.7%	-8.9%	-16.3%	-5.8%	-2.6%	0.6%	4.3%	5.4%	14.8%	-8.9%	2.3%	11.9%
LiBS(분리막)	1.3	-0.2	-13.7	-5.2	1.8	5.6	12.5	15.7	126.4	-17.8	35.7	116.6
FCW	-8.9	-12.2	-8.3	-5.1	-5.5	-4.7	-4.7	-5.0	-37.0	-34.5	-19.8	-7.6
EBITDA	30.2	26.2	17.9	29.3	34.4	39.9	46.2	50.6	206.9	103.6	171.1	293.6
EBITDA 마진율	22.5%	18.9%	13.2%	16.5%	24.1%	26.3%	25.4%	25.5%	34.3%	17.7%	25.3%	32.2%
순이익(지배)	7.6	-21.8	-25.0	9.5	5.9	33.4	-31.0	12.1	95.4	-29.7	20.4	101.4
순이익률(지배)	5.6%	-15.7%	-18.4%	5.4%	4.1%	22.0%	-17.0%	6.1%	15.8%	-5.1%	3.0%	11.1%

자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 3Q23 견조한 매출 성장에도 정기보수 등으로 영업레버리지 효과는 미미

'23년 3분기 실적

(단위: 억 원)



☑ 폴란드 PH1 정기보수 등 비경상 비용 발생에도 판매량 확대에 따른 전 분기 대비 손익 개선

☑ 장기공급계약 기반 안정적 물량 확보 및 원가 절감 노력으로 점진적 수익성 개선 중

- 3Q23 영업이익률 : +6.9% (+3.1%p QoQ, +17.1%p YoY)

자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 아이이테크놀로지 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, 천 주)

		비고
EBITDA(십억 원)	407	2025년 EBITDA 적용
Multiple(배)	20	21~22년(IRA 발표 전) Yunnan Energy의 2yr Fwd EV/EBITDA
기업 가치(십억 원)	8,297	
순차입금 (십억 원)	1,745	2025년 말 예상치
주식 수	71,298	
적정 주가(원)	91,902	
목표 주가(원)	90,000	
현재 주가(원)	67,100	
상승 여력	34.1%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	469	604	586	676	912
매출총이익	184	192	57	138	276
영업이익	125	89	-52	16	109
EBITDA	197	207	104	171	294
순이자손익	-5	-8	2	-12	-23
외화관련손익	-2	20	-15	32	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	129	112	-35	15	127
당기순이익	88	95	-30	20	101
지배주주순이익	88	95	-30	20	101
증가율(%)					
매출액	78.4	28.7	-3.0	15.3	35.0
영업이익	55.4	-28.8	적전	흑전	586.4
EBITDA	56.8	5.2	-49.9	65.1	71.6
순이익	38.4	8.2	적전	흑전	395.9
이익률(%)					
매출총이익률	39.2	31.8	9.7	20.4	30.3
영업이익률	26.7	14.8	-8.9	2.3	11.9
EBITDA 이익률	41.9	34.3	17.7	25.3	32.2
세전이익률	27.5	18.5	-5.9	2.2	13.9
순이익률	18.8	15.8	-5.1	3.0	11.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	116	109	21	-31	260
당기순이익	88	95	-30	20	101
자산상각비	71	118	156	155	185
운전자본증감	-72	-51	-69	1	-26
매출채권 감소(증가)	-22	-36	-26	84	-22
재고자산 감소(증가)	-10	-58	-19	58	-25
매입채무 증가(감소)	4	15	14	-166	21
투자현금흐름	-374	-1,193	-83	-542	-598
유형자산처분(취득)	-572	-599	-752	-612	-600
무형자산 감소(증가)	-7	-4	-1	-7	-6
투자자산 감소(증가)	0	0	0	83	12
재무현금흐름	441	1,111	291	353	400
차입금의 증가(감소)	141	224	291	353	400
자본의 증가(감소)	300	887	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	202	228	122	11	286
(-)운전자본증감(감소)	-118	125	-54	69	26
(-)설비투자	573	601	754	612	600
(+)자산매각	-5	-2	1	-6	-6
Free Cash Flow	-258	-500	-577	-676	-346
(-)기타투자	-14	515	-547	-62	4
잉여현금	-244	-1,016	-30	-614	-350
NOPLAT	85	76	-38	12	87
(+) Dep	71	118	156	155	185
(-)운전자본투자	-118	125	-54	69	26
(-)Capex	573	601	754	612	600
OpFCF	-298	-532	-583	-514	-355

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	567	1,239	853	424	521
현금성자산	368	984	557	278	327
매출채권	81	123	139	62	83
재고자산	41	92	113	56	80
비유동자산	1,425	1,945	2,644	3,262	3,687
투자자산	23	43	71	105	109
유형자산	1,394	1,886	2,561	3,139	3,555
무형자산	8	17	12	17	23
자산총계	1,992	3,185	3,497	3,685	4,208
유동부채	273	501	452	630	651
매입채무	204	180	273	60	80
유동성이자부채	9	307	163	560	560
비유동부채	511	467	870	861	1,261
비유동이자부채	509	466	869	860	1,260
부채총계	783	968	1,323	1,491	1,912
자본금	63	71	71	71	71
자본잉여금	1,018	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	152	247	217	237	338
자본조정	-24	1	-10	-11	-11
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,208	2,216	2,175	2,194	2,296

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,405	1,337	-416	287	1,422
BPS	19,258	31,084	30,501	30,775	32,197
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,221	3,195	1,717	150	4,011
ROA(%)	6.4	3.7	-0.9	0.6	2.6
ROE(%)	11.0	5.6	-1.4	0.9	4.5
ROIC(%)	8.5	4.5	-1.6	0.4	2.5
Multiples(x, %)					
PER	0.0	125.6	-127.3	234.0	47.2
PBR	0.0	5.4	1.7	2.2	2.1
PSR	0.0	19.8	6.5	7.1	5.2
PCR	0.0	52.6	30.9	448.3	16.7
EV/EBITDA	0.8	56.9	41.0	34.6	21.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	64.8	43.7	60.8	68.0	83.3
Net debt/Equity	12.5	-9.6	21.8	52.1	65.0
Net debt/EBITDA	76.6	-102.4	458.1	667.7	508.5
유동비율	207.9	247.4	188.6	67.2	79.9
이자보상배율(배)	14.1	5.6	n/a	0.8	3.9
자산구조(%)					
투하자본	77.7	66.1	80.8	89.7	89.7
현금+투자자산	22.3	33.9	19.2	10.3	10.3
자본구조(%)					
차입금	30.0	25.8	32.2	39.3	44.2
자기자본	70.0	74.2	67.8	60.7	55.8

[Compliance Notice]

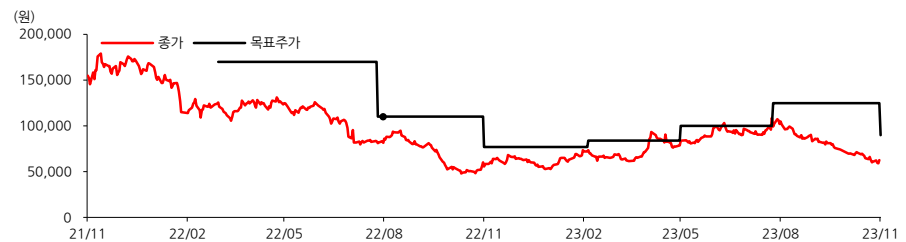
(공표일: 2023년 11월 06일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK아이이테크놀로지 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.13	2022.04.28	2022.07.28	2022.11.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	170,000	170,000	170,000	110,000	77,000

일시	2023.02.07	2023.05.03	2023.05.16	2023.07.27	2023.11.02	2023.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	84,000	100,000	100,000	125,000	125,000	90,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.03.03	Buy	170,000	-34.34	-22.94
2022.07.28	Buy	110,000	-35.82	-13.91
2022.11.03	Buy	77,000	-19.65	-4.68
2023.02.07	Buy	84,000	-13.85	11.07
2023.05.03	Buy	100,000	-8.64	8.60
2023.07.27	Buy	125,000	-34.94	-14.16
2023.11.06	Buy	90,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주가는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%

