

SK 아이이테크놀로지 (361610)

천천히

투자의견

BUY(유지)

목표주가

105,000 원(하향)

현재주가

67,100 원(11/3)

시가총액

4,784(십억원)

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

- 2024~2025년 EPS 조정 반영해 목표주가 105,000원으로 30% 하향, 투자의견 BUY 유지
- 3Q23 매출액 1,822억원(+20%qoq, +35%yoy), 영업이익 79억원(+754%qoq, 흑전yoy), 당기순손실 307억원(적전qoq, 적지yoy)으로 당사 영업이익 추정치에 부합하는 실적. 분리막 매출액은 판매량 증가로 2Q 대비 19% 증가했으며, 폴란드 정기보수 영향에도 전체 설비 이용률 반등 지속(평균 2Q 46%, 3Q 70%)되며 손익 개선. 폴란드 환차손 반영으로 당기순이익은 적자 전환. 신사업은 여전히 매출액이 발생하지 않으며 적자 지속
- 4Q23 매출액 1,934억원(+6%qoq, +9%yoy), 영업이익 1억원(-99%qoq, 흑전yoy) 전망. 1Q24부터 본격적으로 가동될 폴란드 설비의 샘플 출하가 시작되는 것으로 가정했으나, 초기 수율 및 가동비용 증가 반영해 손익분기점 수준의 수익성 전망(3Q대비 판매단가 동일, CAPA +22%, 감가상각비/판매량 +7% 가정). 본격적인 실적 증가는 SK온 장기계약이 반영되는 2024년으로 전망

주가(원,11/3)	67,100
시가총액(십억원)	4,784

발행주식수(천주)	71,298
52주 최고가(원)	120,000
최저가(원)	51,200
52주 일간 Beta	1.93
60일 일평균거래대금(억원)	203
외국인 지분율(%)	9.2
배당수익률(2023F, %)	0.0

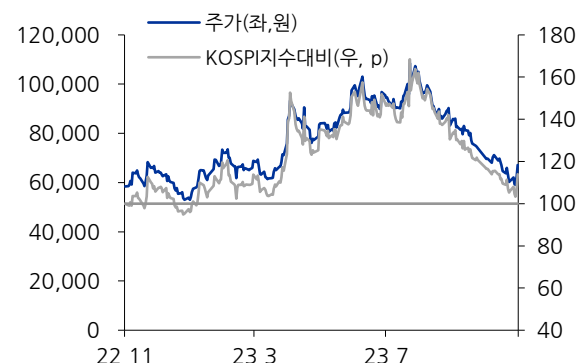
주주구성(%)	
SK이노베이션 (외 5인)	61.2
국민연금공단 (외 1인)	6.1

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-5.4	-14.3	18.8
절대기준	-9.3	-19.6	20.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	105,000	150,000	▼
영업이익(23)	5	21	▼
영업이익(24)	66	100	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	586	670	1,511	2,134
영업이익	-52	5	66	232
세전손익	-35	45	53	173
당기순이익	-30	38	43	137
EPS(원)	-416	537	609	1,922
증감률(%)	적전	흑전	13.4	215.5
PER(배)	-	124.9	110.2	34.9
ROE(%)	-1.4	1.7	1.9	5.9
PBR(배)	1.7	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA(배)	41.0	26.1	19.6	12.8

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A- 장기 계약]

Q. 수요 감소 시 장기공급계약 리스크 극복 방안?

- 계약별로 상이하나 NDA로 인해 상세히 언급 불가
- 수요 감소 시 대응 전략 내부적으로 마련해 둔 상황

Q. (캡티브 外 LTA) 물량기여 시점?

- 4Q 내에 초기 세팅 등 다소 타이트한 타임라인
- 본격적인 물량에 대한 기여는 1Q24 예상

Q. 기존 LTA 물량으로 Ph2 커버 가능 여부

- 최대 물량 기준 Ph2 도 가동이 필요한 수준
- 중간 수준이면 기존 공장 가동을 제고, 재고 빌드업 등으로 커버 가능
- 내년도 고객사와의 물량 협의가 Ph2 가동시기를 결정

[컨퍼런스콜 Q&A- 실적]

Q. 4Q 가이던스

- OEM/셀 업체들의 상황에 따라 다소 증감 있겠으나 최소한 3Q 이상의 판매량 유지 위해 노력 중
- 연간으로 전년 대비 25% 이상 증가 위해 노력 중 (기존 가이던스)

Q. LiBS 영업외손익 악화 원인

- 대부분은 폴란드 시설자금 달러 차입에 따른 환관련 평가손 (일부분 환노출)
- 폴란드 내부 총선 앞두고 기준금리 인하 등 환율 약세로 9월에만 약 350 억원의 환차손 발생
- 10월 들어 폴란드 총선 마무리되면서 3Q 말 기준 환차손 중 320 억원가량 만회
- 평상시 환율 수준으로 안정화되면 헷지하는 방안 검토 중

[컨퍼런스콜 Q&A- 기터]

Q. 전방산업 수요 우려

- 단기적으로는 고객사 수요 불확실할 것으로 예상 중이나 전체 산업 수요/성장 자체가 사라지는 것은 아니라 판단
- 폴란드 Ph1까지의 설비 가동을 낮았던 상태. LTA 등 통해 가동을 정상화 가능할 것
- 수요 감소가 아닌 수요 증가의 둔화를 예상
- 1H24 가동 예정이었던 Ph2 설비는 탄력적으로 가동/공급할 것

Q. 북미투자 확정 시점?

- IRA FEOC 등 불확실성에 대응 위함
- 2024년 초 확정 예상
- 각 시나리오별 내부 검토는 완료된 단계

Q. 지역 선정 기준

- 미국/멕시코/캐나다 지역 내에서 고려 중 (캐나다와 미국은 상당한 인센티브 지급, 멕시코는 인센티브 많지 않으나 저렴한 비용)
- 단기적으로는 인센티브/인프라를 많이 제공하는 지역이 유리하나, 장기적 경제성 관점에서도 검토 중 (: IRA 연장 여부 불투명)

Q. 폴란드 가동시기

- Ph2 완공 단계. 2024년 초 테스트 가동 가능할 전망
- 신규 설비 제품이 고객사 검사를 통과하는 시점이 상업 가동이 가능해지는 시기일 것
- 내년도 고객사와 협의 필요하므로 현재로서는 2024년 중이라고 밖에 언급 불가
- LTA 통해 기존 설비는 물량 대부분 확보 완료. Ph2+3/4도 예정대로 건설 중
- 새로운 LTA 통해서만 Ph2~4의 정확한 가동 시점 언급 가능할 듯

Q.3Q 지역별 가동률

- 한국 약 40%
- 중국: 100%
- 폴란드: 약 55%
- 2 개 라인 2 주씩 정기보수 진행했던 영향 (7 월)

Q. 탄소포집 상업화 계획?

- 성장 잠재력 높은 산업이나 시장 개척/기술 개발이 필요
- CO2 분리막 업체 투자 통해 JDA 체결 완료
- 현재 기술 기반 테스트베드 구축해 시장 개척/상업화 예정

Q.FCW?

- 2023 년 글로벌 메이저 노트북용 제품 양산해 공급 중
- 대형 메이저사와 공동개발 진행 중
- 연간 200 억원 이내의 비용 예상
- 2024 년 계획은 연말까지 검토 후 소통 예정

Q. 원단/코팅 CAPA 가동률?

- LIBS 원단에 대해서만 CAPA 공개 중
- 금번 언급된 가동률은 원단 기준이며, 코팅의 경우 100%에 달하는 가동률로 운영 중

Q. 분리막 판가 하락 가능성?

- 새롭게 가격을 올릴 만한 제품은 출시되고 있지 않음
- 그간 지속적으로 ASP 인하되어 왔으나, LTA 를 통해 ASP 하락폭을 상당 부분 축소
- 장기공급 외 고객들과의 판가는 2023 년 말~2024 년 초 결정될 것
- Ph2~4 제품의 LTA 추진 중

Q. FEOC 등 여전히 불확실할 경우 의사결정 필요 시기?

- 기본적으로 의사결정이나 최종 건설 단계에서 설비 변경 등의 여지는 많이 있음
- IRA 불확실성 높아지고 장기 수요 우려가 대두되는 상황이므로 IRA 와 무관하게 경쟁력을 확보할 수 있는 지역도 검토하는 방안 고민 중
- IRA 세척 등이 내년 상반기 확정되지 않더라도 최소한 2024 년 중에는 IRA 와 무관하게 투자 계획 결정 예정

Q. IT 향 개선 가능성?

- IT 전방수요 개선 체감 중. 2024 년 긍정적 영향 있을 전망
- 단, EV 향 대비 규모가 크지 않아 영향은 제한적일 것

Q. 원통형전지 고객사 현황?

- 주력 제품군은 아니나 그간 IT 향으로 원통형 공급해 왔음
- EV 향으로 국내외 여러 업체들과 다수의 개발 진행 중
- 원통형 물량 늘리기 위해 노력 중

Q. 분리막 신규 고객사?

- 유럽 수 개 고객사 및 국내 고객사와 지속 접촉 중
- 유럽 본격 생산 2026 년부터인것으로 파악. Ph3~4 가동 시점에 맞춰 공급할 수 있도록 협상 중
- 한국/일본 공급이력 있어 빠르게 대응 가능할 것

Q. 분리막 수주잔고?

- NDA로 언급 곤란
- 최소~최대 물량 범위 내에서 변동성 존재해 단일 수치로 언급이 어렵 (range로 확보한 상황)

Q.LFP 관련 수주, 영업활동

- NCM 분리막 대비 기술적 허들 낮고, 고객사들 일부 관심 보이고 있음
- LFP 에서는 건식분리막 많이 사용했는데 최근 습식도 사용하는 상황. 고객사들은 습식에 코팅한 제품도 검토 중
- 이 정도는 기존 제품과 큰 차이 없어 샘플 대응 정도는 하고 있는 상태
- 큰 설비개조 없이도 공급 가능할 것으로 예상. 고객사의 대량/장기 공급 요청 시 대응 가능

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	687	1,607	670	1,511	(2.4)	(6.0)
영업이익	21	100	5	66	(75.8)	(33.9)
영업이익률(%)	3.1	6.2	0.8	4.4	(2.4)	(1.8)
EBITDA	223	344	207	310	(7.3)	(9.8)
EBITDA 이익률(%)	32.5	21.4	30.9	20.5	(1.6)	(0.9)
순이익	53	71	38	43	(27.1)	(39.0)

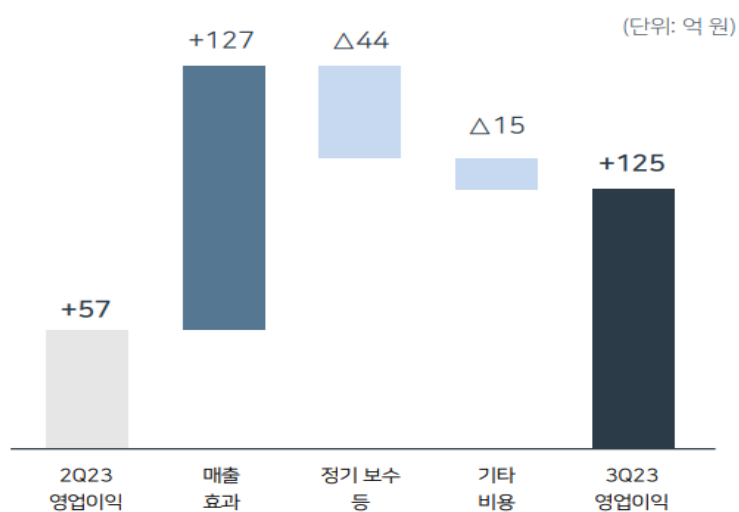
자료: 유진투자증권

도표 2. SKIET 분기/연간 실적 추정

(십억원)	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23P	4Q23F	2021A	2022A	2023F
매출액	134	139	135	177.4	143	152	182	193	604	586	670
EV 분리막	113	121	117	155.8	127	134	167	179	471	506	606
IT 분리막	21	18	17	21.3	16	18	14	15	133	78	63
신사업	0	0	1	0.3	0	0	0	0	0	1	1
영업이익	(8)	(12)	(22)	(10.3)	(4)	1	8	0	89	(52)	5
영업이익률(%)	(5.7)	(8.9)	(16.3)	(5.8)	(2.6)	0.6	4.3	0.0	14.8	(8.9)	0.8
세전이익	14	(18)	(21)	(10.2)	7	20	(27)	46	112	(35)	45
당기순이익	8	(22)	(25)	9.5	6	33	(31)	30	95	(30)	38

자료: SKIET, 유진투자증권

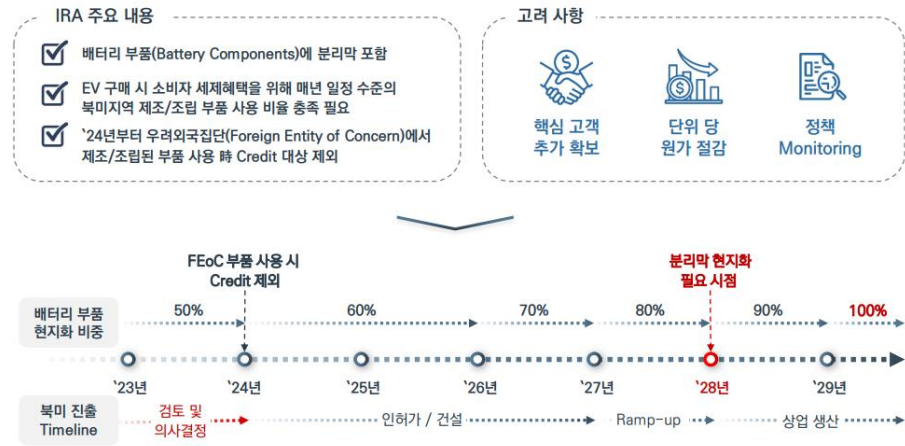
도표 3. LiBS 사업 손익 변동 요인



자료: SKIET, 유진투자증권

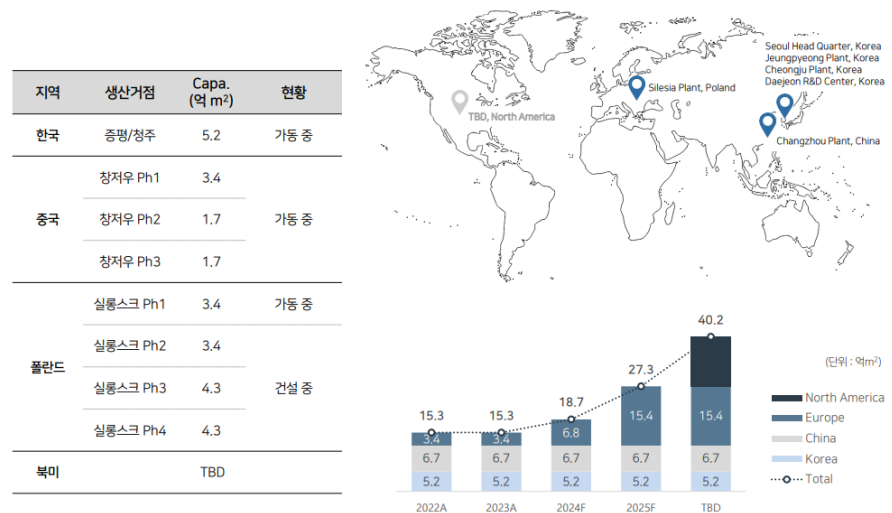
도표 4. SKIET의 북미 시장 진출 타임라인: 의사결정 2024년으로 순연

美 IRA 內 EV 보조금 혜택 대상 배터리 부품 요건 충족을 위해 '28년에는 분리막의 북미지역 현지 생산이 요구되며 지역 및 규모 등에 대해 충분한 내부 검토 이후 금년 중 의사결정 예정



자료: SKIET, 유진투자증권

도표 5. SKIET의 LiBS 설비용량 전망



자료: SKIET, 유진투자증권

SK아이이테크놀로지(361610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,185	3,497	3,275	4,263	5,601
유동자산	1,239	853	480	753	1,036
현금성자산	984	557	167	105	140
매출채권	123	139	150	338	477
재고자산	92	113	117	264	373
비유동자산	1,945	2,644	2,795	3,510	4,565
투자자산	43	71	82	184	260
유형자산	1,886	2,561	2,707	3,323	4,303
기타	17	12	7	4	2
부채총계	968	1,323	1,059	2,004	3,205
유동부채	501	452	439	764	1,004
매입채무	180	273	259	584	825
유동성이자부채	307	163	163	163	163
기타	14	17	17	17	17
비유동부채	467	870	620	1,240	2,200
비유동이자부채	466	869	619	1,239	2,199
기타	2	2	2	2	2
자본총계	2,216	2,175	2,216	2,259	2,396
자배지분	2,216	2,175	2,216	2,259	2,396
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	247	217	255	299	436
기타	1	(10)	(7)	(7)	(7)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,216	2,175	2,216	2,259	2,396
총차입금	773	1,032	782	1,402	2,362
순차입금	(212)	475	614	1,296	2,221

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	109	21	203	175	368
당기순이익	95	(30)	38	43	137
자산상각비	118	156	202	244	314
기타비현금성손익	(31)	(67)	(7)	(102)	(76)
운전자본증감	(51)	(69)	(30)	(10)	(8)
매출채권감소(증가)	(36)	(26)	(11)	(188)	(139)
재고자산감소(증가)	(58)	(19)	(5)	(147)	(109)
매입채무증가(감소)	15	14	(14)	325	241
기타	28	(38)	0	0	0
투자현금	(1,193)	(83)	(343)	(857)	(1,293)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	0	668	0	0	0
설비투자	(601)	(754)	(343)	(857)	(1,293)
유형자산처분	2	2	0	0	0
무형자산처분	(4)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무현금	1,111	291	(250)	620	960
차입금증가	224	291	(250)	620	960
자본증가	887	(0)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	27	227	(390)	(62)	35
기초현금	208	236	463	73	11
기말현금	236	463	73	11	46
Gross Cash flow	228	122	233	185	375
Gross Investment	1,243	152	373	867	1,301
Free Cash Flow	(1,016)	(30)	(140)	(682)	(925)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	604	586	670	1,511	2,134
증가율(%)	28.7	(3.0)	14.4	125.5	41.2
매출원가	412	529	553	1,330	1,783
매출총이익	192	57	118	182	351
판매 및 일반관리비	103	109	112	116	119
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	89	(52)	5	66	232
증가율(%)	(28.8)	적전	흑전	1,166.0	252.1
EBITDA	207	104	207	310	546
증가율(%)	5.2	(49.9)	100.0	49.7	76.1
영업외손익	22	18	40	(13)	(59)
이자수익	8	23	19	7	5
이자비용	16	21	29	60	104
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	30	16	50	40	40
세전순이익	112	(35)	45	53	173
증가율(%)	(13.6)	적전	흑전	17.5	227.5
법인세비용	16	(5)	7	10	36
당기순이익	95	(30)	38	43	137
증가율(%)	8.2	적전	흑전	13.4	215.5
지배주주지분	95	(30)	38	43	137
증가율(%)	8.2	적전	흑전	13.4	215.5
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,337	(416)	537	609	1,922
증가율(%)	(4.8)	적전	흑전	13.4	215.5
수정EPS(원)	1,337	(416)	537	609	1,922
증가율(%)	(4.8)	적전	흑전	13.4	215.5

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,337	(416)	537	609	1,922
BPS	31,084	30,501	31,082	31,691	33,612
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	125.6	-	124.9	110.2	34.9
PBR	5.4	1.7	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	56.9	41.0	26.1	19.6	12.8
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	52.6	30.9	20.5	25.8	12.7
수익성(%)					
영업이익률	14.8	(8.9)	0.8	4.4	10.9
EBITDA이익률	34.3	17.7	30.9	20.5	25.6
순이익률	15.8	(5.1)	5.7	2.9	6.4
ROE	5.6	(1.4)	1.7	1.9	5.9
ROIC	4.5	(1.6)	0.2	1.7	4.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(9.6)	21.8	27.7	57.4	92.7
유동비율	247.4	188.6	109.4	98.6	103.1
이자보상배율	5.6	(2.5)	0.2	1.1	2.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4
매출채권회전율	5.9	4.5	4.6	6.2	5.2
재고자산회전율	9.0	5.7	5.8	7.9	6.7
매입채무회전율	3.1	2.6	2.5	3.6	3.0

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 기관투자자 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	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

