

SK아이이
테크놀로지
(361610)

전창현

changhyun.jeon@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

100,000

하향

현재주가

67,100

(23.11.03)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

지속가능한 성장에 초점

- 3분기 분리막 수익성 개선으로 컨센스 부합
- 전방 수요 둔화로 폴란드 신규 공장 가동시점 지연
- 다만, 실수요 기반 증설로 안정적인 성장 기대

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원으로 하향(-28%)

목표주가는 25~26년 평균 EBITDA(4,850억)에 타겟 EV/EBITDA 멀티플 17배(22년 당시 SEMCORP의 36MF 멀티플) 적용하여 산출

최근 전방 EV 수요 둔화 및 폴란드 Ph2(3.4억m², 23년→24년 양산), 폴란드 Ph3/4(8.6억m², 24년→25년 양산), 북미(12.9억m², 27~28년 단계적 양산 추정) 공장의 전개시점 지연으로 24~26년 실적 추정치 하향 및 목표주가 조정

다만, 실수요 기반 증설 타임라인 조정으로 CAPEX-EBITDA 교차 지점은 26~27년으로 앞당겨지는 점은 긍정적으로 평가. 26년까지 부채비율 90% 수준 유지하며, 내부현금흐름으로 북미 CAPEX 자금조달 충분할 예상. 투자의견 BUY 유지

향후 주가 상승동력으로 1) 추가 장기공급계약 체결(폴란드 Ph2~4에서 대응), 2) 북미 투자계획 발표를 기대

3분기 분리막 판매량 확대와 수익성 개선

3Q23 매출액 1,823억(QoQ+20%), 영업이익 78억(QoQ+680%, OPM 4.3%)으로 컨센스(74억) 대체로 부합

전방 수요 둔화 우려 속에서도 분리막 판매량은 QoQ+19% 증가

FCW 적자(-47억) 제외한 분리막 부문의 수익성은 OPM 6.9%로 개선(1Q 1.3%, 2Q 3.8%). 폴란드 Ph1 정기보수로 인한 가동을 하락과 일회성 비용 발생에도 불구하고 점진적 수익성 개선을 긍정적으로 평가

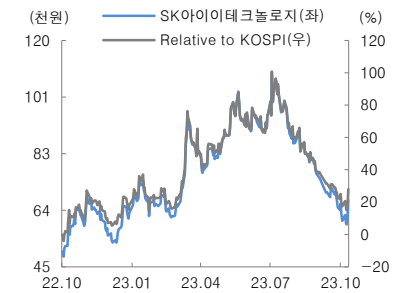
4분기 분리막 수익성 개선 지속, 일회성 비용 발생

4Q23 매출액 1,974억(QoQ+8%), 영업이익 74억(QoQ-6%, OPM 3.7%) 예상
분리막 판매량 확대(QoQ+9%)와 가동을 상승에 따른 수익성 개선 이어지겠으나, 연말 일회성 비용 발생으로 전분기 대비 소폭 감익 추정

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2,368.34
시가총액	4,784십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	71십억원
52주 최고/최저	108,600원 / 53,000원
120일 평균거래대금	444억원
외국인지분율	9.21%
주요주주	SK이노베이션 외 4 인 61.20% 국민연금공단 6.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	-36.1	-19.6	20.5
상대수익률	-5.6	-29.7	-15.1	18.5



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	604	586	674	1,030	1,448
영업이익	89	-52	12	104	207
세전순이익	112	-35	-9	89	192
총당기순이익	95	-30	-9	77	164
자비지분순이익	95	-30	-9	77	164
EPS	1,393	-416	-123	1,075	2,304
PER	120.6	NA	NA	62.4	29.1
BPS	32,383	30,501	30,436	31,491	33,802
PBR	5.2	1.7	2.2	2.1	2.0
ROE	5.6	-1.4	-0.4	3.5	7.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2Q23	3Q23					4Q23		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	135	152	191	182	34.8	20.1	186	197	11.3	8.3
영업이익	-22	1	5	8	흑전	680.0	7	7	흑전	-5.6
순이익	-25	-4	-1	-31	적지	적지	8	2	-78.4	흑전

자료: SK아이이테크놀로지, FnGuide, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	698	1,302	674	1,030	-3.3	-20.8
판매비와 관리비	122	204	120	162	-1.0	-20.8
영업이익	15	136	12	104	-14.2	-23.7
영업이익률	2.1	10.4	1.8	10.1	-0.2	-0.4
영업외손익	-23	-18	-21	-14	적자유지	적자유지
세전순이익	-9	118	-9	89	적자유지	-24.0
자배자분순이익	-9	101	-9	77	적자유지	-24.0
순이익률	-1.2	7.7	-1.3	7.4	적자유지	-0.3
EPS(자배자분순이익)	-122	1,414	-123	1,075	적자유지	-24.0

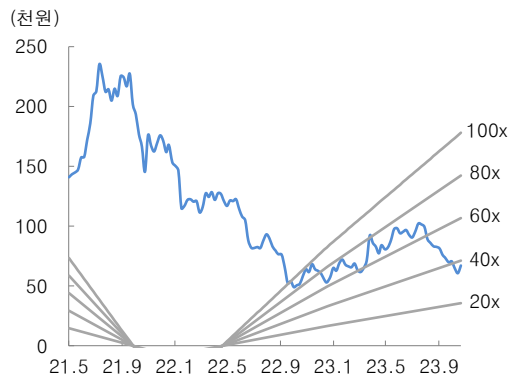
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

표 1. SK 아이이테크놀로지 목표주가 산출(EV/EBITDA)

(십억원)	EBITDA	배수	가치	
영업가치 [A]	485	17.0	8,244	25~26 년, Yunnan Energy(SEMCorp)의 22 년 당시 36MF EV/EBITDA
자산가치 [B]			0	22 년말 투자자산 장부가치
순차입금 [C]			951	23 년말
적정 시가총액 [A+B-C]			7,294	
총 주식수(백만주)			71.3	
적정주가(원)			102,301	
목표주가(원)			100,000	
현재주가(원)			67,100	11.3 기준
Upside(%)			49.0%	

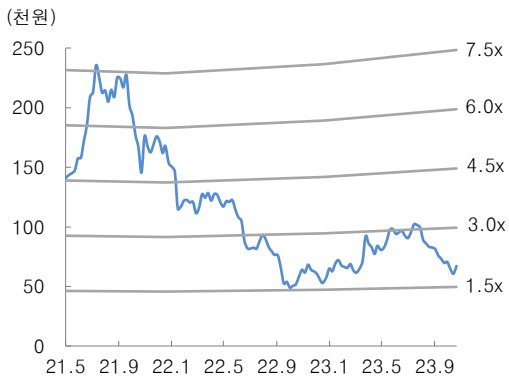
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 아이이테크놀로지 12MF PER 차트



자료: Quantiverse, 대신증권 Research Center

그림 2. SK 아이이테크놀로지 12MF PBR 차트



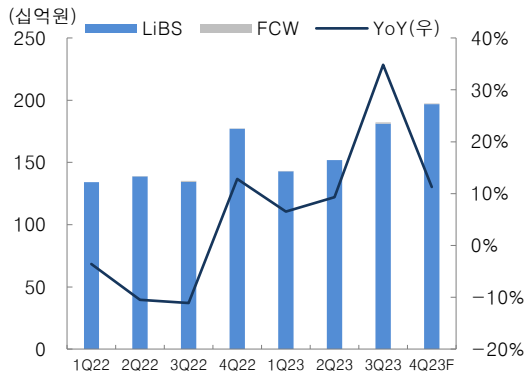
자료: Quantiverse, 대신증권 Research Center

표 2. SK 아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	134.2	138.9	135.2	177.4	143.0	151.8	182.3	197.4	585.8	674.5	1,030.2
YoY	-4%	-10%	-11%	13%	7%	9%	35%	11%	-3%	15%	53%
QoQ	-15%	3%	-3%	31%	-19%	6%	20%	8%			
LiBS	134.2	138.9	134.5	177.1	142.8	151.8	181.2	197.0	584.7	672.8	1,028.3
FCW	0.0	0.1	0.7	0.3	0.2	0.0	1.1	0.4	1.1	1.7	1.9
영업이익	-7.6	-12.4	-22.0	-10.3	-3.7	1.0	7.8	7.4	-52.3	12.5	103.7
YoY	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	733%
QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	680%	-6%			
LiBS	1.3	-0.2	-13.7	-5.2	1.8	5.7	12.5	12.0	-17.8	32.0	121.3
FCW	-8.9	-12.2	-8.3	-5.1	-5.5	-4.7	-4.7	-4.7	-34.5	-19.6	-17.6
영업이익률	-5.7%	-8.9%	-16.3%	-5.8%	-2.6%	0.7%	4.3%	3.7%	-8.9%	1.8%	10.1%
LiBS	1.0%	-0.1%	-10.2%	-2.9%	1.3%	3.8%	6.9%	6.1%	-3.0%	4.8%	11.8%
FCW											

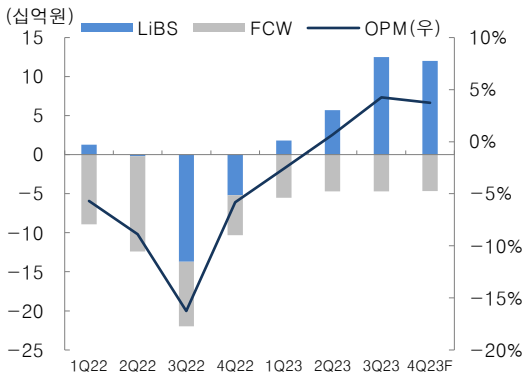
자료: SK 아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 3. 분기별 매출액 추이



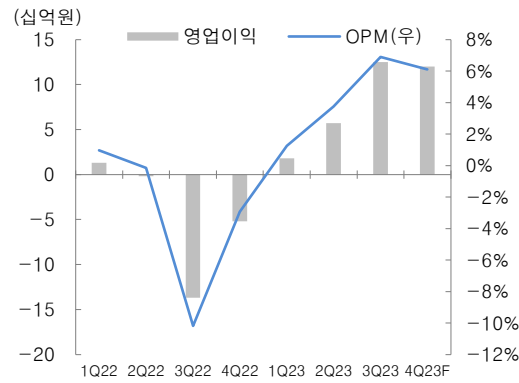
자료: SK 아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 4. 분기별 영업이익 추이



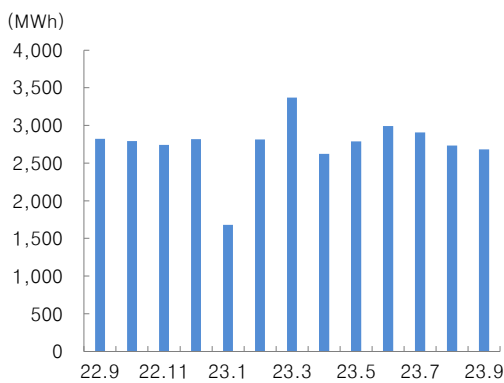
자료: SK 아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 5. 분리막 실적 추이



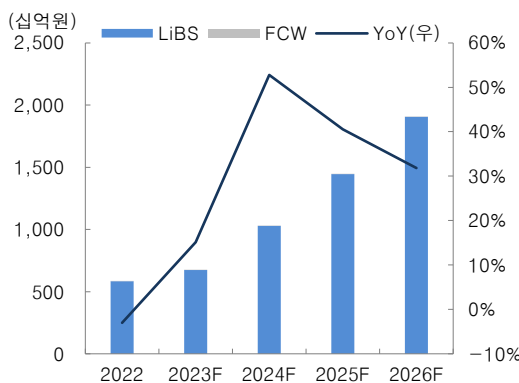
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 6. SKon EV 배터리 출하량 추이



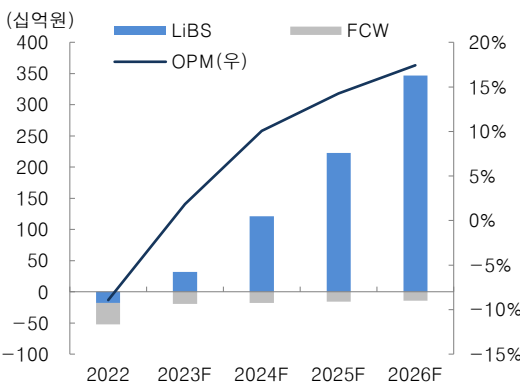
자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 7. 연간 매출액 전망



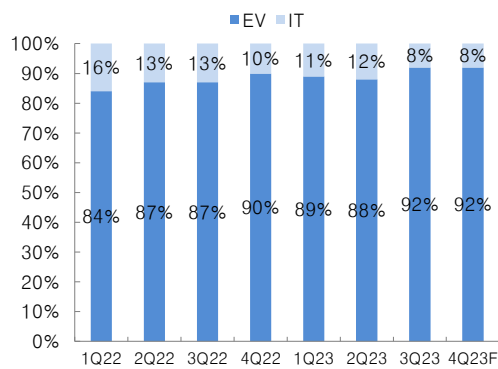
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 8. 연간 영업이익의 전망



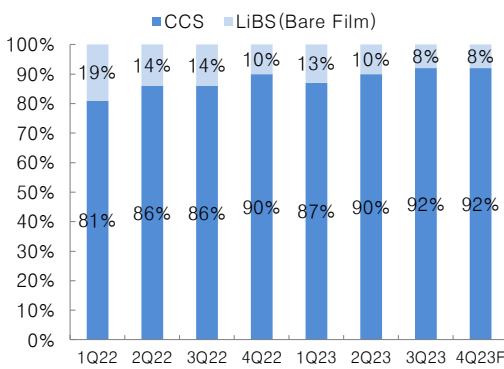
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 9. 분리막 App 별 매출 비중 추이



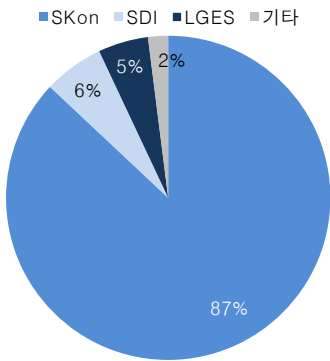
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 10. 분리막 제품별 매출 비중 추이



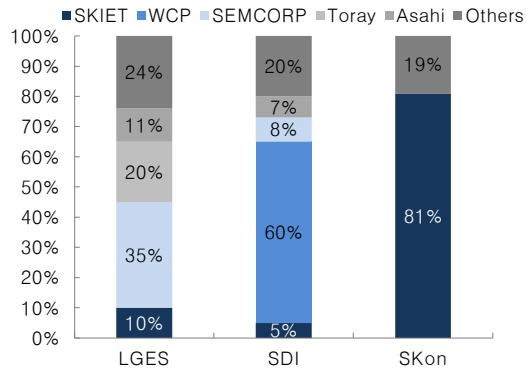
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 11. 고객별 매출 비중



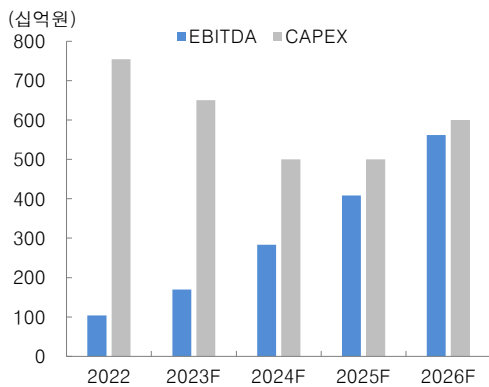
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center / 23년 기준 자체추정

그림 12. 셀 3사별 분리막 벤더 공급비중



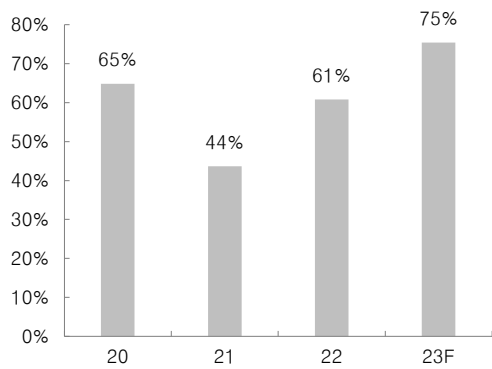
자료: SNER, 대신증권 Research Center / 22년 기준

그림 13. EBITDA vs CAPEX



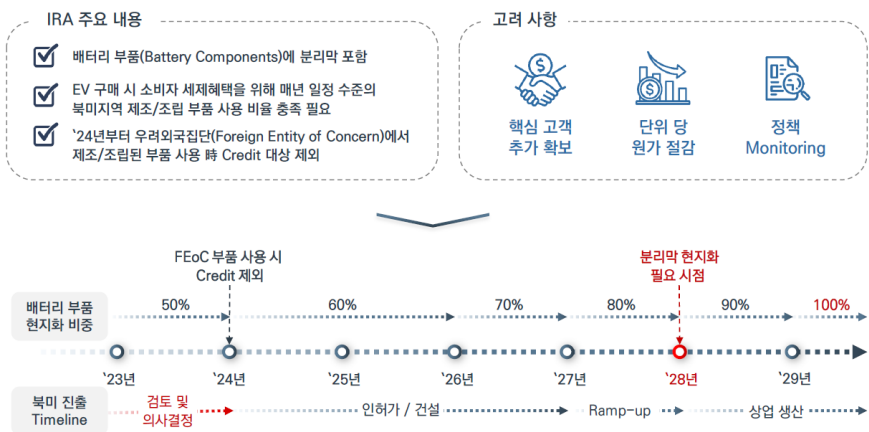
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 14. 부채비율 추이



자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 15. 북미 시장 진출 타임라인



자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

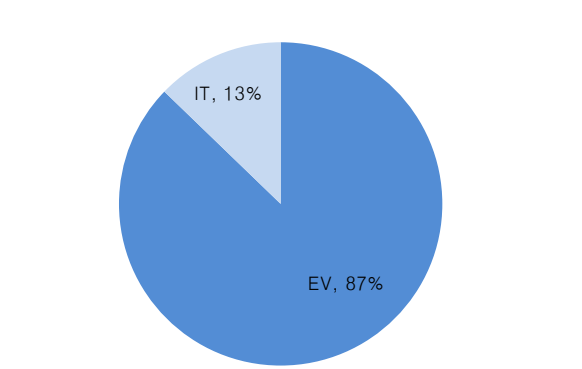
- SK 아이이테크놀로지의 대표이사는 김철중
- 2021년 5월 11일 유가증권시장 상장
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 SK 이노베이션 외 4인(61.2%), 국민연금공단(5.0%)
- 주요사업은 LiBS(Lithium-ion Battery Separator) 제조 및 판매
- 사업부문은 LiBS와 신규사업(FCW 등)으로 구성
- 22년 기준 분리막 캐파는 15.3억m2 규모

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량
- EV 탑재 배터리 출하량
- LiBS 부문 실적 추이
- 분리막 캐파 증설 및 추가 수주

자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

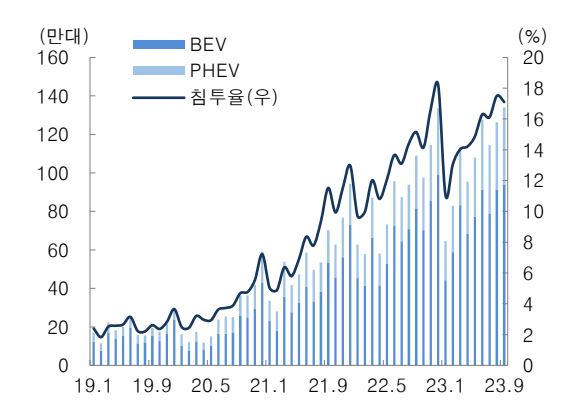
App 별 매출 비중(22년 기준)



자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

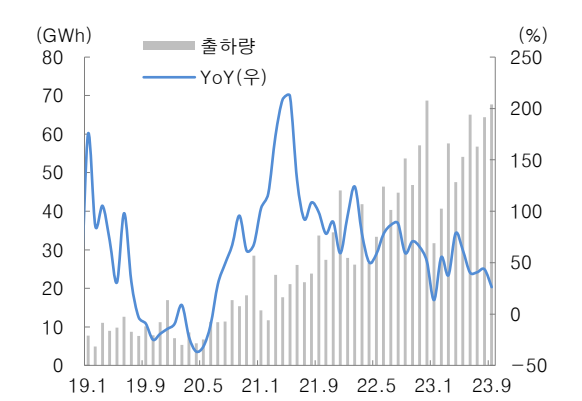
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량 및 침투율



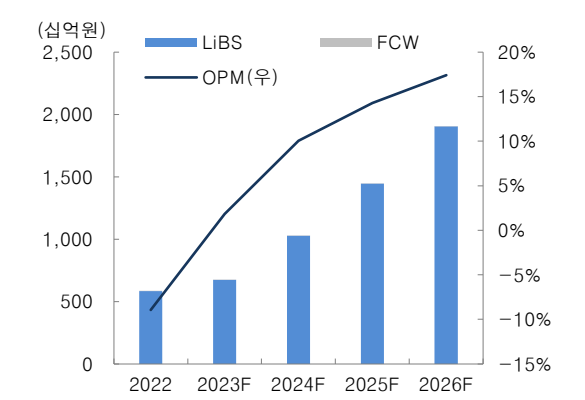
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

글로벌 EV 배터리 출하량



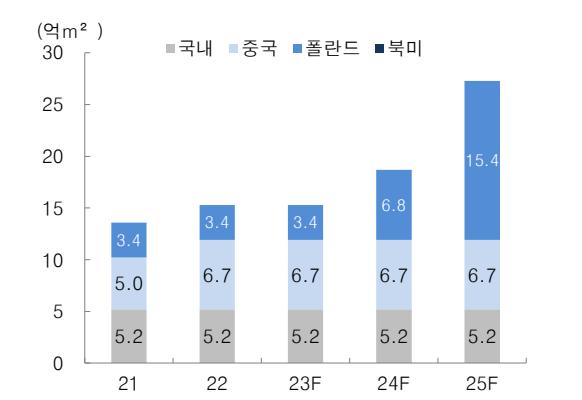
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

SK 아이이테크놀로지 연간 실적 전망



자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

SK 아이이테크놀로지 분리막 생산캐파 전망



자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	604	586	674	1,030	1,448
매출원가	412	529	542	765	1,024
매출총이익	192	57	133	265	424
판매비와관리비	103	109	120	162	217
영업이익	89	-52	12	104	207
영업외수익	148	-8.9	1.8	10.1	14.3
EBITDA	207	104	169	284	408
영업외손익	22	18	-21	-14	-15
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	69	129	39	46	50
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-77	-136	-76	-80	-88
외환관련손실	23	89	31	25	25
기타	31	25	16	20	23
법인세비용차감전순이익	112	-35	-9	89	192
법인세비용	-16	5	0	-13	-28
계속사업순이익	95	-30	-9	77	164
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	95	-30	-9	77	164
당기순이익률	15.8	-5.1	-1.3	7.4	11.3
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	95	-30	-9	77	164
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	-1	0	0	0
포괄순이익	121	-42	-10	81	161
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	121	-42	-10	81	161

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,393	-416	-123	1,075	2,304
PER	1206	NA	NA	62.4	29.1
BPS	32,383	30,501	30,436	31,491	33,802
PBR	5.2	1.7	2.2	2.1	2.0
EBITDAPS	3,023	1,453	2,374	3,976	5,726
EV/EBITDA	56.9	41.0	33.9	21.3	15.3
SPS	8,822	8,216	9,460	14,449	20,309
PSR	190	6.5	7.1	46	3.3
CFPS	3,328	1,717	2,674	4,337	6,127
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	28.7	-3.0	15.1	52.7	40.6
영업이익 증/감률	-28.8	작전	흑전	732.5	99.4
순이익 증/감률	8.2	작전	작지	흑전	114.4
수익성					
ROIC	4.2	-1.8	0.4	2.5	4.6
ROA	3.4	-1.6	0.3	2.6	4.7
ROE	5.6	-1.4	-0.4	3.5	7.1
안정성					
부채비율	43.7	60.8	75.5	87.7	92.3
순차입금비율	-9.6	21.8	43.8	56.4	60.9
이자보상비율	5.6	-2.5	0.5	3.2	5.6

자료: SK 이노베이션, 테크노로지, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,239	853	669	755	874
현금및현금성자산	236	463	289	275	277
매출채권 및 기타채권	123	139	132	186	248
재고자산	92	113	101	140	187
기타유동자산	788	140	146	154	161
비유동자산	1,945	2,644	3,138	3,460	3,760
유형자산	1,886	2,561	3,057	3,379	3,678
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	59	83	82	81	82
자산총계	3,185	3,497	3,807	4,215	4,634
유동부채	501	452	467	500	553
매입채무 및 기타채무	180	273	280	304	349
차입금	0	24	24	24	24
유동상채무	303	139	146	153	161
기타유동부채	18	17	17	18	19
비유동부채	467	870	1,170	1,470	1,670
차입금	466	868	1,168	1,468	1,668
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2	2
부채총계	968	1,323	1,637	1,970	2,224
자본부분	2,216	2,175	2,170	2,245	2,410
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	247	217	208	285	449
기타자본변동	1	-10	-6	-8	-7
비재계부분	0	0	0	0	0
자본총계	2,216	2,175	2,170	2,245	2,410
순차입금	-212	475	951	1,267	1,468

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	109	21	172	178	298
당기순이익	95	-30	-9	77	164
비현금항목의가감	132	152	199	233	273
감가상각비	118	156	157	180	201
외환손익	-14	-20	9	-1	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	29	17	33	54	74
자산부채의증감	-51	-69	7	-87	-76
기타현금흐름	-68	-33	-25	-44	-63
투자활동 현금흐름	-1,193	-83	-653	-503	-504
투자자산	-597	668	0	0	0
유형자산	-599	-752	-650	-500	-500
기타	3	1	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	1,111	291	306	306	207
단기차입금	-7	25	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	231	267	300	300	200
유상증자	887	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-1	6	6	7
현금의증감	27	227	-174	-14	1
기초 현금	208	236	463	289	275
기말 현금	236	463	289	275	277
NOPLAT	76	-45	12	89	177
FCF	-412	-644	-481	-231	-121

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	ESG 시스템이 부분적으로 구축되어 있어, 일정 수준의 ESG 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	ESG 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 관련 내용의 정보공개가 필요함. ESG 리스크 관리 수준이 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

SK아이이
테크놀로지

통합 ESG 등급

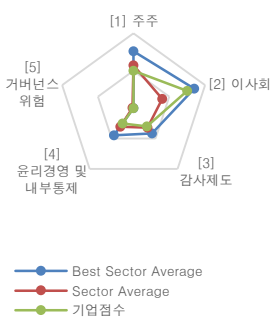
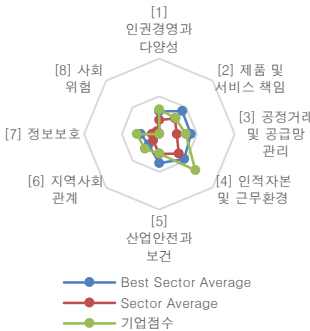
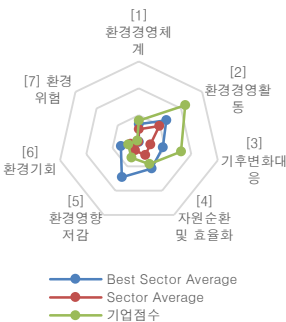
직전 대비 변동

최근 2평가 기간

A	전체순위	76	E 점수	12.94	<div>(최근 2평가 기간)</div> <div><div>A</div><div>A</div></div> <div>2022.상2023-1차</div>
	산업순위	10/70	S 점수	4.57	
			G 점수	-5.40	

영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■■■■■	인권경영과 다양성	■■■	주주	■■
환경경영활동	■■■■■	제품 및 서비스 책임	■■■	이사회	■■■
기후변화대응	■■■■■	공정거래 및 공급망 관리	■■■	감사제도	■■■
자원순환 및 효율화	■■■	인적자본 및 근무환경	■■■■■	윤리경영 및 내부통제	■■■
환경영향 저감	■■■	산업안전과 보건	■■■	거버넌스 위험	■■■■■
환경기회	■■■	지역사회 관계	■■■■■		
환경 위험	■■■■■	정보보호	■■■■■		
		사회 위험	■■■■■		



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.
* 환경/사회/거버넌스 위험은 0에 가까울수록 리스크가 낮음

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제사자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 시기 및 허위 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 대산경제연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

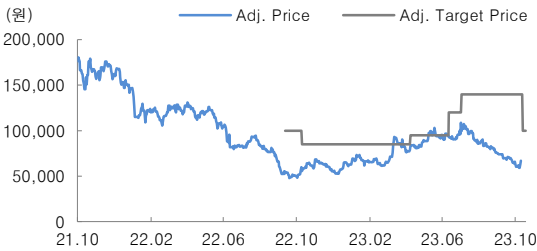
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:전창현)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK아이이테크놀로지(361610) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.11.06	23.07.27	23.07.06	23.05.11	23.05.03	23.02.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	140,000	120,000	95,000	95,000	85,000
과다율(평균%)		(42.26)	(21.17)	(4.63)	(12.21)	(21.23)
과다율(최대/최소%)		(23.36)	(9.50)	8.42	(11.37)	9.76
제시일자	22.11.05	22.11.03	22.10.06			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	85,000	85,000	100,000			
과다율(평균%)	(27.10)	(31.29)	(48.53)			
과다율(최대/최소%)	(13.65)	(31.29)	(40.00)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.8%	8.2%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상