



SK아이이테크놀로지 (361610)

둔화된 모멘텀

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

Buy (상향)

목표주가(하향): 60,000원

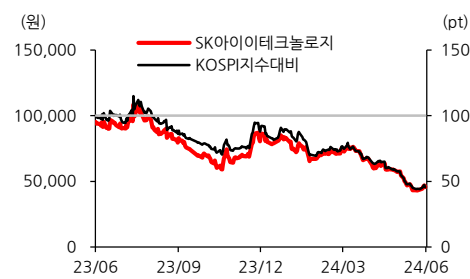
현재 주가(6/13)	45,750원
상승여력	▲ 31.1%
시가총액	32,619억원
발행주식수	71,298천주
52 주 최고가 / 최저가	108,600 / 42,900원
90 일 일평균 거래대금	123.89억원
외국인 지분율	10.7%
주주 구성	
SK 이노베이션 (외 6 인)	61.2%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%
SK 아이이테크놀로지우리사주	3.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-19.9	-39.2	-43.1	-53.9
상대수익률(KOSPI)	-20.9	-41.4	-52.8	-58.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	586	650	519	889
영업이익	-52	32	-74	110
EBITDA	104	187	87	275
지배주주순이익	-30	82	-70	82
EPS	-416	1,152	-986	1,145
순차입금	475	861	1,166	1,293
PER	-127.3	68.5	-46.4	40.0
PBR	1.7	2.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	41.0	34.7	50.7	16.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-1.4	3.6	-3.0	3.4

주가 추이



SK 아이이테크놀로지는 Captive 고객 수요 부진으로 실적 회복이 더디며, 신규 고객향 출하도 지연되며 단기 모멘텀이 약화됐습니다. 다만, IRA 최종 규정은 우려보다 기회 요인도 존재합니다. 주가 조정을 감안하여 투자의견을 BUY로 상향하나, Captive 고객 수요 회복과 신규 고객향 출하량 증분을 확인하며 보수적으로 접근할 것을 제시합니다.

2분기에도 큰 폭 적자 지속

동사의 2분기 실적으로 매출액 704억 원, 영업적자 444억 원을 전망한다. 2분기 출하량은 0.8억m³(QoQ +51%)로 SKOn향으로 일부 회복하지만, 여전히 작년 분기 평균(1.8억m³)에 한참 못미치는 수치다. 2분기 예정되었던 북미 OEM향 신규 출하는 3분기로 연기된 것으로 추정되며, 전방 수요 둔화로 하반기 신규 고객사향 출하도 축소/연기될 것으로 예상되어 3분기 실적 추정치를 하향조정했다.

IRA 최종안 실망스러웠으나 기회 요인도 존재

지난 5월 6일 발표된 IRA 최종 규정에서 분리막 원단은 배터리 부품에서 제외되어 중국 업체와의 경쟁이 불가피하다는 우려가 커졌다. 기존 대비 리스크가 커진 것은 맞으나, IRA 내용 중 우려국 정부로부터 보조금을 수취하는 기업은 FEOC로 간주할 수 있다는 여지도 열려났다. 정부 보조금으로 높은 가격 경쟁력을 유지하는 것으로 추정되는 중국 분리막 업체들의 메리트가 하락할 수 있다. 완성차/배터리 업체도 미국 시장에서 중국 밸류체인 사용은 부담 요인이며, 실망스러웠던 최종 규정에도 불구하고 미국 시장에서 한국/일본 분리막 업체의 M/S는 높게 유지될 수 있다고 판단한다. 다만, 과거 대비 높아진 경쟁 강도로 인해 한국/중국 분리막 업체들의 실적은 악화됐다. 동사 또한 수요가 회복된다 해도 20% 대의 수익성 회복은 단기적으로 기대하기 어렵다.

투자의견 BUY로 상향하나, 목표주가 60,000원으로 하향

실적 추정치를 하향 조정하여 목표주가를 6만 원으로 하향하나, 주가 조정에 따른 상승 여력을 고려하여 투자의견은 BUY로 상향한다. 다만, Captive 고객사 수요 부진에 따른 실적 회복 지연, 북미 OEM 및 하반기 신규 고객사향 출하 물량의 축소/연기 등으로 단기 모멘텀은 약화됐다. 전방 수요 회복과 신규 고객향 출하가 증가하는 것을 확인하며 중장기 관점에서 접근할 것을 추천한다.

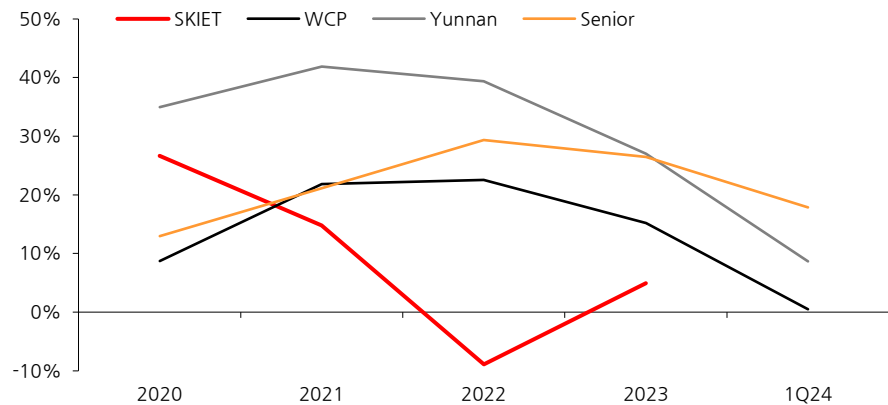
[표1] SK 아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	143.0	151.8	182.2	172.5	46.2	70.4	162.7	240.2	585.8	649.6	519.5	888.9
영업이익	-3.7	0.9	7.9	26.9	-67.4	-44.4	2.9	34.7	-52.3	32.0	-74.2	110.1
영업이익률	-2.6%	0.6%	4.3%	15.6%	-146.0%	-63.1%	1.8%	14.5%	-8.9%	4.9%	-14.3%	12.4%
EBITDA	34.4	39.9	46.3	66.3	-28.3	-4.4	43.6	76.4	103.6	186.9	87.3	275.0
EBITDA 마진율	24.1%	26.3%	25.4%	38.5%	-61.4%	-6.3%	26.8%	31.8%	17.7%	28.8%	16.8%	30.9%
순이익(지배)	5.9	33.4	-30.7	73.6	-62.5	-36.4	1.5	27.0	-29.7	82.2	-70.3	81.6
순이익률(지배)	4.1%	22.0%	-16.8%	42.6%	-135.4%	-51.6%	0.9%	11.2%	-5.1%	12.6%	-13.5%	9.2%

자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 주요 분리막 업체 영업이익률 추이: 2024년 들어 수익성 악화



주: 1Q24 SKIET의 영업이익률은 -146%로 차트 표기에서 제외

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 아이이테크놀로지 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, 천 주)

		비고
EBITDA(십억 원)	275	2025년 EBITDA
Multiple(배)	20	21~23년 Yunnan Energy의 2yr Fwd EV/EBITDA
기업 가치(십억 원)	5,499	
순차입금 (십억 원)	1,293	2025년 말 예상치
주식 수	71,298	
적정 주가(원)	58,987	
목표 주가(원)	60,000	
현재 주가(원)	45,750	
상승 여력	31.1%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	604	586	650	519	889
매출총이익	192	57	153	54	303
영업이익	89	-52	32	-74	110
EBITDA	207	104	187	87	275
순이자손익	-8	2	-8	-10	-12
외화관련손익	20	-15	64	-6	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	112	-35	99	-82	102
당기순이익	95	-30	82	-70	82
지배주주순이익	95	-30	82	-70	82
증가율(%)					
매출액	28.7	-3.0	10.9	-20.0	71.1
영업이익	-28.8	적전	흑전	적전	흑전
EBITDA	5.2	-49.9	80.4	-53.3	215.1
순이익	8.2	적전	흑전	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	31.8	9.7	23.6	10.5	34.1
영업이익률	14.8	-8.9	4.9	-14.3	12.4
EBITDA 이익률	34.3	17.7	28.8	16.8	30.9
세전이익률	18.5	-5.9	15.2	-15.8	11.5
순이익률	15.8	-5.1	12.6	-13.5	9.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	109	21	125	32	178
당기순이익	95	-30	82	-70	82
자산상각비	118	156	155	161	165
운전자본증감	-51	-69	2	13	-69
매출채권 감소(증가)	-36	-26	-25	-15	-120
재고자산 감소(증가)	-58	-19	-38	-18	-70
매입채무 증가(감소)	15	14	-3	90	122
투자현금흐름	-1,193	-83	-438	-294	-296
유형자산처분(취득)	-599	-752	-499	-299	-300
무형자산 감소(증가)	-4	-1	-4	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	668	70	10	9
재무현금흐름	1,111	291	372	-2	100
차입금의 증가(감소)	224	291	372	-2	100
자본의 증가(감소)	887	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	228	122	204	45	247
(-)운전자본증감(감소)	125	-54	90	14	69
(-)설비투자	601	754	499	300	300
(+)자산매각	-2	1	-4	-1	-1
Free Cash Flow	-500	-577	-388	-270	-123
(-)기타투자	515	121	-86	-24	5
잉여현금	-1,016	-698	-302	-246	-128
NOPLAT	76	-38	27	-54	88
(+) Dep	118	156	155	161	165
(-)운전자본투자	125	-54	90	14	69
(-)Capex	601	754	499	300	300
OpFCF	-532	-583	-407	-206	-116

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,239	853	894	672	835
현금성자산	984	557	556	289	262
매출채권	123	139	171	192	312
재고자산	92	113	151	168	238
비유동자산	1,945	2,644	3,189	3,408	3,549
투자자산	43	71	105	117	122
유형자산	1,886	2,561	3,073	3,279	3,415
무형자산	17	12	11	12	13
자산총계	3,185	3,497	4,084	4,080	4,384
유동부채	501	452	718	417	540
매입채무	180	273	224	264	386
유동성이자부채	307	163	477	146	146
비유동부채	467	870	954	1,321	1,421
비유동이자부채	466	869	941	1,309	1,409
부채총계	968	1,323	1,672	1,738	1,961
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	247	217	297	227	309
자본조정	1	-10	146	146	146
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,216	2,175	2,412	2,342	2,423

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,337	-416	1,152	-986	1,145
BPS	31,084	30,501	33,825	32,843	33,988
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,195	1,717	2,860	627	3,463
ROA(%)	3.7	-0.9	2.2	-1.7	1.9
ROE(%)	5.6	-1.4	3.6	-3.0	3.4
ROIC(%)	4.5	-1.6	0.9	-1.6	2.4
Multiples(x, %)					
PER	125.6	-127.3	68.5	-46.4	40.0
PBR	5.4	1.7	2.3	1.4	1.3
PSR	19.8	6.5	8.7	6.3	3.7
PCR	52.6	30.9	27.6	73.0	13.2
EV/EBITDA	56.9	41.0	34.7	50.7	16.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	43.7	60.8	69.3	74.2	80.9
Net debt/Equity	-9.6	21.8	35.7	49.8	53.4
Net debt/EBITDA	-102.4	458.1	460.8	1,336.0	470.4
유동비율	247.4	188.6	124.6	160.9	154.8
이자보상배율(배)	5.6	n/a	1.6	n/a	5.0
자산구조(%)					
투하자본	66.1	80.8	83.2	89.6	90.6
현금+투자자산	33.9	19.2	16.8	10.4	9.4
자본구조(%)					
차입금	25.8	32.2	37.0	38.3	39.1
자기자본	74.2	67.8	63.0	61.7	60.9

[Compliance Notice]

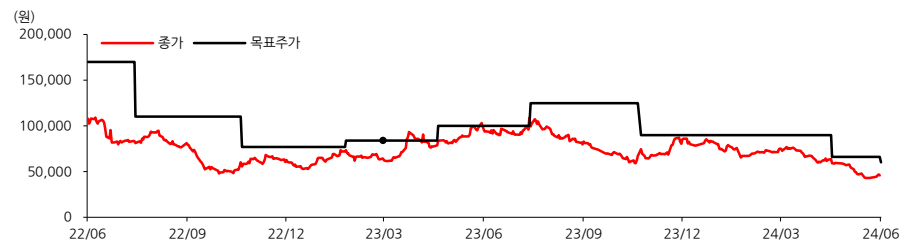
(공표일: 2024년 06월 14일)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK아이이테크놀로지 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.07.28	2022.11.03	2023.02.07	2023.05.03	2023.05.16	2023.07.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	77,000	84,000	100,000	100,000	125,000
일 시	2023.11.02	2023.11.06	2024.01.24	2024.02.05	2024.04.30	2024.06.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy
목표가격	125,000	90,000	90,000	90,000	66,000	60,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-35.11	-14.16
2023.11.06	Buy	90,000	-18.83	-3.33
2024.04.30	Hold	66,000	-23.32	-10.00
2024.06.14	Buy	60,000		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 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: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%