

2024. 01. 05



Company Analysis | 철강/이차전지소재

Analyst 안희수 \_ hoesoo@ebestsec.co.kr

**Buy** (유지)

목표주가 (하향)	100,000 원
현재주가	83,600 원
상승여력	19.6%

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

## Stock Data

KOSPI (1/4)	2,587.02 pt
시가총액	59,605 억원
발행주식수	71,298 천주
52 주 최고가/최저가	108,600 / 53,000
90 일 일평균거래대금	190.89 억원
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	31,025 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 3.4%
	6개월 -11.2%
	12개월 39.9%
주주구성	SK 이노베이션 61.2%
	국민연금공단외 1인 6.1%

## Stock Price



## SK아이이테크놀로지 (361610)

## 4Q23 컨센서스 상회, 2024년 이익 증가 지속

## 4Q23 Preview: 단비 같은 컨센서스 상회 전망

4Q23 매출액 1,968억원(+10.9%YoY, +8.0%QoQ), 영업이익 93억원(흑전YoY, +18.4%QoQ, OPM 4.7%)으로 영업이익 컨센서스를 10% 상회할 것으로 예상된다. LIBS 시장 수요 둔화 우려에도 불구하고 captive 고객사 SKON과의 물량 바인딩 공급 계약 덕분에 가이던스 물량 출하가 가능했을 것이다. 4Q23 출하량은 +7.9%QoQ 증가한 2.3억m<sup>2</sup>로 추정했다. 3Q23 폴란드 공장 정기보수 완료 후 가동률 정상화 등으로 일회성 비용 영향도 감소했을 것으로 추정된다. FCW 영업적자 50억원 적자는 지속 된다.

## 2024년 이익 증가 지속, 폴란드 2공장 가동 전략이 중요

2024년 매출액 9,246억원(+37.2%YoY), 영업이익 848억원(+485.2%YoY), EBITDA 마진을 27.2%를 전망한다. 폴란드 1공장 가동률은 이미 안정적이고, 폴란드 2공장은 지난 6-7월 발표된 북미 메인 고객사 7년 공급계약, SKON 5년 공급계약 바탕으로 2024년 수요 상황에 따라 재고 전략 최대한으로 활용하며 수익성 무리 없는 시점부터 가동 시작 계획이다(실적 추정은 4Q24 가동으로 가정). 2025년 이후 폴란드 3, 4 공장 역시 SKON-Ford 블루오벌함(129Gwh, 25년부터 가동), SKON-현대차그룹JV형(35Gwh, 26년부터 가동) 공급 고려하면 물량 걱정 없을 것이다. FEOC 요건에 따라 LGES의 벤더 다변화 수혜도 기대된다.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 100,000원 하향

지난 12월 발표된 FEOC 요건에서 중국 기업 공급망 배제 의도가 명확히 드러났고, 1/2 중국 최대 분리막 기업 창신신소재는 미국 분리막 투자 금액 축소를 공시하기도 했다. 한국 분리막 기업들은 2024년 상반기 내로 북미 지역 진출 계획을 발표할 것으로 기대된다. 1) 북미 지역 비중국 기업 분리막 공급 부족, 2) 선수주 후증설 전략에 따른 높은 가동률 보장으로 북미 중심 CAPA 확장+안정적 이익 창출이 가능할 것이다. 목표주가는 2025년 피어 멀티플 하락에 따라 100,000원으로 하향하나, 투자의견은 Buy로 유지하고, 섹터 내 분리막 기업들을 최선호주로 제시한다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	604	586	674	925	1,671
영업이익	89	-52	14	85	253
순이익	95	-30	26	92	230
EPS (원)	1,337	-416	366	1,297	3,229
증감률 (%)	-4.8	적전	흑전	254.5	148.9
PER (x)	125.6	-127.3	228.5	64.4	25.9
PBR (x)	5.4	1.7	2.7	2.6	2.4
영업이익률 (%)	14.8	-8.9	2.2	9.2	15.1
EBITDA 마진 (%)	34.3	17.7	25.0	27.2	34.0
ROE (%)	5.6	-1.4	1.2	4.1	9.5

주: IFRS 연결 기준

자료: SK아이이테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 SK 아이이테크놀로지 4Q23 Preview

(억원)	4Q23E	3Q23	4Q22	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	1,968	1,822	1,774	8.0%	10.9%	1,951	0.9%
영업이익	93	79	-103	18.4%	흑전	85	9.9%
영업이익률	4.7%	4.3%	-5.8%	0.4%p	10.6%p	4.4%	0.4%p
순이익	175	-307	95	흑전	83.6%	135	29.6%
순이익률	8.9%	-16.8%	5.4%	25.7%p	3.5%p	6.9%	2.0%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 SK 아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	1,430	1,518	1,822	1,968	2,117	2,179	2,249	2,702	5,858	6,739	9,246
yoy	6.5%	9.3%	34.7%	10.9%	48.0%	43.5%	23.4%	37.3%	-3.0%	15.0%	37.2%
qoq	-19.4%	6.1%	20.0%	8.0%	7.6%	2.9%	3.2%	20.2%			
LiBS	1,428	1,518	1,812	1,968	2,117	2,179	2,249	2,702	5,852	6,726	9,246
FCW	2	0	10	0	0	0	0	0	6	13	0
EBITDA	344	399	454	477	599	659	600	661	1,036	1,674	2,519
EBITDA마진율	24.1%	26.3%	24.9%	24.2%	28.3%	30.2%	26.7%	24.5%	17.7%	24.8%	27.2%
영업이익	-37	9	79	93	212	271	213	152	-523	145	848
yoy	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	2836.7%	169.8%	62.5%	적전	흑전	485.2%
qoq	-64.4%	-125.2%	753.7%	18.4%	126.8%	28.1%	-21.6%	-28.7%			
LiBS	18	57	125	143	262	321	263	152	-178	343	998
FCW	-55	-48	-46	-50	-50	-50	-50	0	-34	-199	-150
OPM(%)	-2.6%	0.6%	4.3%	4.7%	10.0%	12.5%	9.5%	5.6%	-8.9%	2.2%	9.2%
LiBS	1.3%	3.8%	6.9%	7.3%	12.4%	14.8%	11.7%	5.6%	-3.0%	5.1%	10.8%
세전이익	66	204	-275	213	282	341	283	222	-346	209	1,128
당기순이익	59	334	-307	175	231	280	232	182	-297	261	925
당기순이익률	4.1%	22.0%	-16.8%	8.9%	10.9%	12.8%	10.3%	6.7%	-5.1%	3.9%	10.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 추정 변경 내역

	4Q23E			2024E			2025E		
(억원)	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	1,968	1,822	-7%	11,173	9,246	-17%	18,720	16,713	-11%
영업이익	218	79	-64%	1,510	848	-44%	2,640	2,527	-4%
영업이익률	11.1%	4.3%	-6.7%p	13.5%	9.2%	-4.3%p	14.1%	15.1%	1.0%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

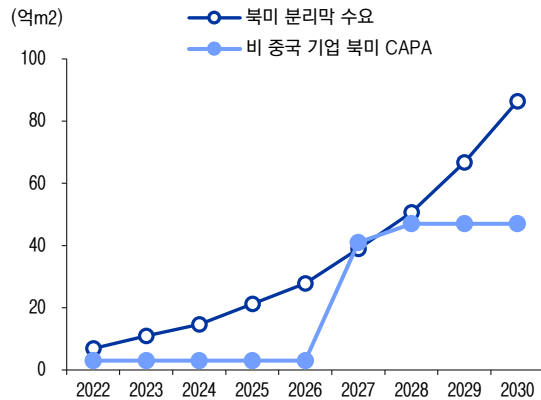
표4 글로벌, 북미 분리막 수요 및 글로벌 분리막 주요 기업 Capacity(Design Capa 기준) 추이 및 전망

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
글로벌 EV 판매(만대)	1,080	1,300	1,599	1,967	2,419	2,976	3,660	4,502	5,537
셀 수요(gwh)	627	845	1,049	1,416	1,742	2,291	2,818	3,511	4,319
북미 점유율	11%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
중국 점유율	60%	60%	60%	55%	54%	53%	50%	47%	45%
북미 EV판매(만대)	119	169	224	295	387	506	659	855	1,107
북미 셀 수요(gwh)	69	110	147	212	279	389	507	667	864
글로벌 분리막 수요 (억㎡)	62.7	84.5	104.9	141.6	174.2	229.1	281.8	351.1	431.9
북미 분리막 수요 (억㎡)	6.9	11.0	14.7	21.2	27.9	38.9	50.7	66.7	86.4
북미 국내 셀 3사 분리막 수요 (억㎡)	3.7	7.7	10.2	42.2	45.2	51.2	51.2	51.2	54.3
북미 국내 셀 3사 CAPA(gwh)	37	77	102	422	452	512	512	512	543
-LGES	15	55	80	295	295	295	295	295	295
-SDI	0	0	0	33	63	97	97	97	97
-SKON	22	22	22	94	94	120	120	120	151
글로벌 주요 분리막 기업 CAPA (억㎡)	143	153	193	336	381	399	405	405	405
주요 기업 북미 CAPA(억㎡)	3.0	3.0	3.0	3.0	13.0	51.0	57.0	57.0	57.0
비 중국 기업 북미 CAPA(억㎡)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	41.0	47.0	47.0	47.0
한국 분리막 기업 북미 CAPA(억㎡)	-	-	-	-	-	38.0	38.0	38.0	38.0
SKIET	23.7	23.7	31.7	48.3	48.3	68.3	68.3	68.3	68.3
-한국	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
-중국	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
-폴란드	5.2	5.2	13.2	29.8	29.8	29.8	29.8	29.8	29.8
-북미	-	-	-	-	-	20.0	20.0	20.0	20.0
WCP	4.9	11.3	18.9	27.9	33.0	51.0	51.0	51.0	51.0
-한국	4.9	11.3	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
-헝가리			4.5	13.5	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6
-북미						18.0	18.0	18.0	18.0
LG화학			7.0	9.0	9.0	9.0	15.0	15.0	15.0
-헝가리			7.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
-미국							6.0	6.0	6.0
Semorp	70.0	70.0	95.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0
-헝가리		4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
-미국					10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Senior	29.0	29.0	29.0	60.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
-스웨덴				7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Sinoma	24.0	24.0	24.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0
Asahi Kasei	15.5	19.0	19.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
-미국	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

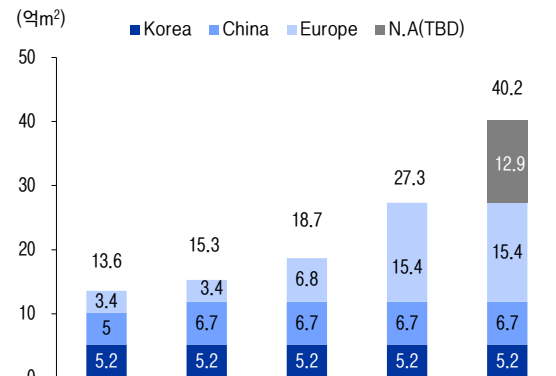
주: SKIET Capacity는 공시된 실제 생산량 기준 Capacity 바탕으로 Design Capa 추정, Design Capa 로 환산하여 반영하였음

그림1 북미 분리막 수급 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 SKIET CAPACITY(실제 생산량 기준)



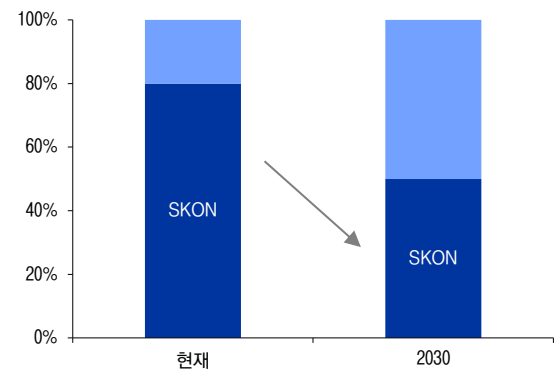
자료: SKIET, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 SKIET 최근 공급 계약 발표 내용

수주일자	계약상대	판매, 공급지역	계약기간
2023.06.01	비공개	북미 및 기타 해외	2023.10 ~ 2030.09
2023.07.25	SKON	국내 및 기타 해외	2023.01 ~ 2027.12

자료: SKIET, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 SKIET 분기 실적 추이 및 전망



자료: SKIET, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 SK 아이이테크놀로지 목표주가 산정 (EV/EBITDA Valuation)

	SKIET	비고
EBITDA (십억원)	568	2025E
Target EV/EBITDA (배)	15	한국 이차전지 소재기업 2025E 평균 Multiple
순차입금 (십억원)	1,732	2025E
순기업가치 (십억원)	6,785	
발행주식수 (천 주)	71,298	
주당기업가치 (원)	95,160	
목표주가 (원)	100,000	
현재주가 (원, 1/4)	83,600	
Upside (%)	19.6%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## SK 아이이테크놀로지 (361610)

## 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,239	853	874	594	1,046
현금 및 현금성자산	236	463	496	166	378
매출채권 및 기타채권	123	139	146	177	288
재고자산	92	113	150	177	284
기타유동자산	788	140	82	74	95
비유동자산	1,945	2,644	3,184	3,922	4,208
관계기업투자등	0	0	5	6	6
유형자산	1,886	2,561	3,080	3,813	4,098
무형자산	17	12	12	12	12
<b>자산총계</b>	<b>3,185</b>	<b>3,497</b>	<b>4,058</b>	<b>4,516</b>	<b>5,254</b>
유동부채	501	452	914	1,030	1,337
매입채무 및 기타채무	180	273	290	313	547
단기금융부채	307	163	610	700	760
기타유동부채	14	17	15	18	30
비유동부채	467	870	932	1,182	1,382
장기금융부채	466	869	930	1,180	1,380
기타비유동부채	2	2	2	2	2
<b>부채총계</b>	<b>968</b>	<b>1,323</b>	<b>1,846</b>	<b>2,212</b>	<b>2,719</b>
지배주주지분	2,216	2,175	2,212	2,305	2,535
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	247	217	243	335	566
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>2,216</b>	<b>2,175</b>	<b>2,212</b>	<b>2,305</b>	<b>2,535</b>

## 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	604	586	674	925	1,671
매출원가	412	529	540	711	1,235
매출총이익	192	57	133	214	436
판매비 및 관리비	103	109	119	129	184
영업이익	89	-52	14	85	253
(EBITDA)	207	104	168	252	568
금융손익	12	-13	-10	-32	-32
이자비용	16	21	20	40	40
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	10	30	16	60	60
세전계속사업이익	112	-35	21	113	281
계속사업법인세비용	16	-5	-5	20	51
계속사업이익	95	-30	26	92	230
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	95	-30	26	92	230
지배주주	95	-30	26	92	230
총포괄이익	121	-30	26	92	230
매출총이익률 (%)	31.8	9.7	19.8	23.1	26.1
영업이익률 (%)	14.8	-8.9	2.2	9.2	15.1
EBITDA 마진률 (%)	34.3	17.7	25.0	27.2	34.0
당기순이익률 (%)	15.8	-5.1	3.9	10.0	13.8
ROA (%)	3.7	-0.9	0.7	2.2	4.7
ROE (%)	5.6	-1.4	1.2	4.1	9.5
ROIC (%)	4.5	-1.6	0.4	1.9	5.0

## 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	109	21	102	234	553
당기순이익(손실)	95	-30	26	92	230
비현금수익비용가감	132	152	39	167	315
유형자산감가상각비	114	150	149	167	315
무형자산상각비	4	5	4	0	0
기타현금수익비용	-31	-67	-137	0	0
영업활동 자산부채변동	-51	-69	37	-25	8
매출채권 감소(증가)	-36	-26	2	-32	-111
재고자산 감소(증가)	-58	-19	-37	-27	-107
매입채무 증가(감소)	15	14	74	23	235
기타자산, 부채변동	28	-38	-2	11	-9
투자활동 현금	-1,193	-83	-522	-905	-601
유형자산처분(취득)	-599	-752	-620	-900	-600
무형자산 감소(증가)	-4	-1	-4	0	0
투자자산 감소(증가)	0	668	117	0	0
기타투자활동	-589	2	-15	-4	-1
재무활동 현금	1,111	291	453	340	260
차입금의 증가(감소)	224	291	453	340	260
자본의 증가(감소)	887	0	-1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	27	227	33	-330	212
기초현금	208	236	463	496	166
기말현금	236	463	496	166	378

## 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	125.6	-127.3	228.5	64.4	25.9
P/B	5.4	1.7	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	56.9	41.0	41.4	30.3	13.5
P/CF	52.6	30.9	91.9	23.0	10.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	28.7	-3.0	15.0	37.2	80.8
영업이익	-28.8	적전	흑전	485.2	198.1
세전이익	-13.6	적전	흑전	440.8	148.9
당기순이익	8.2	적전	흑전	254.5	148.9
EPS	-4.8	적전	흑전	254.5	148.9
안정성 (%)					
부채비율	43.7	60.8	83.5	96.0	107.3
유동비율	247.4	188.6	95.6	57.7	78.2
순차입금/자기자본(x)	-9.6	21.8	45.8	73.1	68.3
영업이익/금융비용(x)	5.6	-2.5	0.7	2.1	6.3
총차입금 (십억원)	773	1,032	1,540	1,880	2,140
순차입금 (십억원)	-212	475	1,014	1,684	1,732
주당지표 (원)					
EPS	1,337	-416	366	1,297	3,229
BPS	31,084	30,501	31,025	32,323	35,551
CFPS	3,195	1,717	910	3,642	7,648
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 더블유씨피, 이베스트투자증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지

목표주가 추이

(원)

200,000

150,000

100,000

50,000

0

22/01

22/07

23/01

23/07

— 주가

— 목표주가

투자 의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2023.09.20	신규	안희수			
2023.09.20	Buy	120,000	-27.5		-39.5
2024.01.05	Buy	100,000			

## Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치분부가 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 하시기를 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 제 3자에게 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 (향후12개월)	투자 의견 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	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2023. 1. 1 ~ 2023. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)